

LES EMPRUNTS SUR TITRES ET LE MARCHÉ DE L'ARGENT A NEW-YORK

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le Lundi 30 Mai à 14 heures

PAR

René de CHAMBRUN

Président : M. LÉVY-ULLMANN.

Suffragants { MM. PERCEROU, } *Professeurs*
 { NIBOYET. }

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1932

De Chambrun



Digitized by the Internet Archive
in 2026

**LES EMPRUNTS SUR TITRES
ET LE MARCHÉ DE L'ARGENT
A NEW-YORK**

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

LES EMPRUNTS SUR TITRES ET LE MARCHÉ DE L'ARGENT A NEW-YORK

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le Lundi 30 Mai à 14 heures

PAR

René de CHAMBRUN

Président : M. LÉVY-ULLMANN.

Suffragants { MM. PERCEROU, } *Professeurs*
 { NIBOYET. }

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1932



A M^e DERNIS

AVEC MON AFFECTUEUSE RECONNAISSANCE
POUR LA SOLLICITUDE QU'IL M'A TÉMOIGNÉE
ET LES CONSEILS SI UTILES QU'IL M'A
TOUJOURS DONNÉS.

INTRODUCTION

Depuis la guerre, et surtout ces dernières années, New-York est devenu un des principaux centres financiers du monde. Ce n'est pas seulement grâce au rôle joué par son marché des valeurs. C'est le fait aussi de son marché de l'argent qui s'est développé parallèlement aux besoins et dont l'ampleur et l'élasticité ont exercé une attraction sur les fonds étrangers.

New-York est le grand réservoir de capitaux des États-Unis. Toutes les disponibilités du pays peuvent y être placées à court terme en attendant une affectation définitive. Si elles ne sont pas laissées en dépôt dans les banques, où l'intérêt alloué est souvent minime, elles serviront à acheter des acceptations, des Bons du Trésor ou du papier commercial, ou bien chercheront à s'employer en avances sur titres à la Bourse de New-York.

Ces quatre modes de placement possibles constituent les branches principales du marché de l'argent de New-York.

Le premier de ces marchés, celui des acceptations, est

un nouveau venu aux États-Unis. En effet jusqu'au Federal Reserve Act de 1913, l'acceptation d'effets de commerce par les banques n'était pas autorisée par la loi. Depuis lors, son développement a été remarquablement rapide puisque le montant total d'acceptations en circulation y est passé de 250.000.000 dollars en 1916¹, à environ un milliard de dollars au 31 décembre 1931, après avoir atteint dollars 1.750.000.000 en décembre 1929². Mais l'organisation de ce marché, copiée en grande partie sur celui de Londres, ne présente pas de caractères spécifiquement américains. Il en est de même, d'ailleurs, du marché des Bons du Trésor et de celui des effets de commerce. A part quelques détails, rien d'essentiel ne les différencie des marchés européens dont ils sont inspirés.

Il en va tout autrement du marché de l'argent de la Bourse de New-York, ou « Stock Exchange Money Market ».

L'opération qui en est la base, l'avance sur titres, pratiquée couramment chez nous, n'est évidemment pas une invention américaine. Mais elle a atteint là-bas, sous l'empire de la nécessité, un degré de souplesse inconnu ici. L'absence de marché à terme obligeant les spéculateurs américains à un règlement immédiat, ceux-ci ont été amenés naturellement à se procurer l'argent nécessaire en donnant en nantissement les

1. W. R. Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market*.

2. *Bulletins mensuels de l'American Acceptance Council*.

titres mêmes qu'ils venaient d'acheter. Un simple fonds de roulement leur permettait d'assurer la liaison entre les deux opérations.

En France, un spéculateur désirant opérer sur des titres ne se négociant qu'au comptant, pourrait fort bien concevoir un mode de financement analogue. Mais la lenteur et le formalisme qui entourent ici la mise en nantissement des titres, l'accueil défavorable qu'il trouverait souvent dans les banques, l'empêcheraient d'achever rapidement l'opération et le ramèneraient vite au marché à terme.

Aux États-Unis, au contraire, et surtout à New-York, l'avance sur titres a été peu à peu considérée comme indispensable à un marché privé de la souplesse du terme. Pour en faciliter le fonctionnement, pour permettre à un vaste marché des avances sur titres de se développer, le législateur américain a dépouillé l'opération de tout formalisme, de toute restriction. Le besoin a créé l'instrument. L'instrument s'est montré si sûr et si souple que les capitaux ont afflué. Le marché des avances sur titres, maintenant une des branches les plus importantes, sinon la plus importante du marché de l'argent à New-York, est vraiment une création originale américaine. A ce titre il nous a paru intéressant de l'étudier et ce sera l'objet des chapitres qui vont suivre.

Dans une première partie, nous verrons quels sont les caractères généraux des emprunts sur titres à la

Bourse de New-York, et comment fonctionne pratiquement leur marché.

Dans une deuxième partie, nous compléterons, en quelque sorte, l'étude de ces emprunts par l'examen de leurs caractères juridiques.

Nous consacrerons enfin notre troisième partie à l'histoire économique de ces emprunts. Nous nous efforcerons de dégager les raisons de leur développement et de mettre en lumière le rôle qu'ils jouent maintenant sur le marché de l'argent à New-York.

PREMIÈRE PARTIE

**CARACTÈRES GÉNÉRAUX DES EMPRUNTS
SUR TITRES**

CHAPITRE I

L'EMPRUNT SUR TITRES A LA BOURSE DE NEW-YORK

SA RAISON D'ÊTRE. — MÉCANISME DE L'OPÉRATION.

Wall Street. Ces mots qui n'évoquaient pas grand' chose avant la guerre désignent maintenant le marché des valeurs le plus important du monde, la Bourse de New-York. Le volume des affaires qui s'y traitent, comparé à ce que nous pouvons savoir de la Bourse de Paris, nous semble extraordinaire¹.

Pourtant il s'agit d'un marché où toutes les transactions ne peuvent avoir lieu qu'au comptant. Chacun des millions de titres qui s'y échangent quotidiennement doit être payé et livré le lendemain du jour où il a été acheté, avant midi.

1. Le 29 octobre 1929 il a été traité officiellement à la Bourse de New-York 16.400.000 titres ; actuellement le chiffre moyen est d'environ 2.000.000 de titres par jour.

Mais il est évident que l'on n'opère pas si souvent sur de telles masses de titres dans le but de les classer dans son portefeuille. L'esprit spéculatif est dans la nature même de l'homme. Il a cherché là-bas, plus encore que partout ailleurs, à se manifester. On conçoit que, privé des avantages qu'offre le système du terme, il ait perfectionné au delà de toute mesure le moyen le plus simple qui se présentait à lui. Nous voulons parler de l'emprunt sur titres.

Ce mode de financement allait permettre aux acheteurs de régler leurs titres avec des fonds empruntés qu'ils ne rembourseraient que lors de la revente. Sans faire de terme proprement dit, le jeu sur différence devenait possible.

Comme, d'autre part, grâce au prodigieux essor économique des États-Unis, les capitaux n'ont cessé d'y croître depuis la fin du siècle dernier, il s'est trouvé là-bas une réserve toujours nouvelle de disponibilités flottantes en quête d'emploi. Il fallait les attirer et donner confiance aux prêteurs.

Le fait même que la première Bourse du monde n'ait pas et n'ait jamais eu de marché à terme est la raison principale, sinon la seule, pensons-nous, des simplifications et des garanties que le législateur s'est efforcé d'apporter, en matière de protection du créancier¹, aux avances sur titres. Sans ces avantages, celles-ci seraient resté ce qu'elles étaient auparavant et ce qu'elles

1. Voir chap. III : Garanties des prêteurs.

sont encore chez nous : un mode de financement, à terme plus ou moins long, en usage dans les banques et improprie à jouer un rôle sur le marché de l'argent.

Tel qu'il fonctionne actuellement à la Bourse de New-York, le marché des avances sur titres a donné à la spéculation américaine et internationale le moyen de se développer librement, tout en fournissant aux capitaux disponibles un emploi au jour le jour dont la sécurité n'a jamais failli.

Voyons donc sommairement, dans ce premier chapitre, la façon pratique dont se contracte une de ces avances.

Nous savons déjà quel'acheteur qui ne peut ou ne veut payer ses titres dès le lendemain de son achat, doit avoir recours à l'emprunt. Mais c'est son « broker¹ » qui est chargé de s'occuper de l'opération. Ce dernier, muni d'une couverture qu'il aura préalablement exigée de son client, achètera les titres et se mettra en devoir de trouver un prêteur. En admettant que la couverture qu'il a demandée soit de 30 %, il lui faudra trouver encore 70 % du montant total de l'achat. Pour cela, il s'adressera au service spécial de la Bourse, ou « Money Desk² », où sont concentrées toutes les offres de capitaux en quête d'un emploi de ce genre. Il y trouvera certainement le nom d'un bailleur de fonds (une banque généralement) susceptible de lui avancer, contre les titres en question ou d'autres de valeur équivalente, la somme dont il a encore besoin.

1. Agent de change.

2. Voir chap. V : « Fonctionnement du marché des emprunts sur titres ».

Le taux du prêt sera celui de l'argent à vue, ou « call money », dont le cours, ou « call money rate », est déterminé chaque jour, en Bourse, pendant toute la durée de la séance, suivant la loi de l'offre et de la demande. Le prêt ou « call loan », sera consenti à vue, et renouvelable toutes les vingt quatre heures par tacite reconduction, au taux de renouvellement, ou « renewal rate » que nous étudierons plus loin¹. Il cessera automatiquement, sur simple demande, si le prêteur rappelle ses fonds (« to call ») ou si l'emprunteur, abandonnant sa position, ou s'étant procuré ailleurs le moyen de la lever définitivement se trouve en mesure de rembourser l'avance. La dénonciation se fera d'ailleurs par l'entremise du « broker » qui, ne révélant pas le nom du client pour lequel il emprunte, est seul engagé vis-à-vis du prêteur.

Ainsi décrite brièvement l'opération est complète.

Il est intéressant, avant de poursuivre, de comparer dans certains détails, le marché à terme de la Bourse de Paris et le système des avances sur titres à New-York qui a, pratiquement, donné les mêmes résultats.

Dans les deux cas, le spéculateur doit déposer chez son agent de change une couverture ou « margin ». Mais le pourcentage en sera plus strict à Paris qu'à New-York où la solidarité n'existe pas entre « brokers » et où ceux-ci sont libres de veiller comme ils l'entendent à leur sécurité propre. La couverture y variera donc, dans chaque cas, selon les agents, selon les clients, ou selon les valeurs à

1. Voir chap. II : « Le taux d'intérêt ».

acheter. Car une très bonne valeur, acceptée plus volontiers en nantissement, permettra évidemment au « broker » de trouver avec plus de facilité les capitaux dont il a besoin. Nous reviendrons sur la question ultérieurement¹, mais d'une façon générale on peut dire que la couverture s'établira aux environs de 30%, ce qui correspond, à peu près, à la proportion exigée à Paris par la Chambre Syndicale.

Mais le broker américain est beaucoup plus protégé vis-à-vis de son client que son collègue français. Il lui fait généralement signer une formule de garantie que nous verrons plus loin² et dont les termes sont draconiens. Dès que sa couverture est mise en danger par une baisse des titres, la loi lui reconnaît la faculté de les vendre immédiatement et sans préavis d'aucune sorte. Tout au plus donnera-t-il un coup de téléphone à son client pour le prévenir, et si celui-ci ne peut lui apporter immédiatement un supplément de couverture, il liquide sa position sans mise en demeure par lettre recommandée, et sans délai légal.

On peut aussi trouver des similitudes entre notre système de liquidation périodique et l'espèce de liquidation journalière à laquelle sont soumis, à New York, les acheteurs qui ne peuvent payer leurs titres.

Dans les deux cas, le vendeur des titres les livre effec-

1. Voir chap. III : « Garanties des prêteurs ».

2. Voir 2^e partie, chap. 1^{er} : « Situation du broker vis-à-vis de son client ».

tivement et en reçoit le paiement ; à New-York, le lendemain de l'opération ; à Paris, lors de la liquidation qui la suit. Dans les deux cas également, l'acheteur verse lui-même une partie des fonds nécessaires à ce règlement. A Paris, c'est la différence entre son prix d'achat et le cours de compensation ; à New-York, la différence entre son prix d'achat et la somme qui pourra être obtenue par la mise en nantissement de ses titres. Là-bas comme ici, ces fonds qui représentent la contribution de l'acheteur, sont prélevés sur la couverture. Pour le surplus, c'est encore l'agent de change qui, dans les deux systèmes, sera chargé de le trouver.

C'est ici qu'apparaît alors la différence fondamentale entre notre marché et celui de New-York.

L'opération de report, telle qu'elle est pratiquée ici, se présente sous la forme d'un marché au comptant accompagné d'un marché à terme. Pour le capitaliste, ou reporteur, qui fournit les fonds nécessaires il y a achat au comptant, au cours de compensation, des titres à reporter, et revente immédiate, à la même partie (le reporté), des mêmes titres, au même cours majoré du report. Ce second marché a lieu à terme à la liquidation suivante. Le bailleur de fonds immobilise donc son argent pendant 15 jours au Parquet ou un mois en Coulisse.

Telle est la théorie. Dans la pratique il n'y a jamais contact direct entre le reporteur et le reporté. Le capitaliste désirant placer ses fonds en report doit passer obligatoirement par l'entremise d'un agent de change. Celui-

ci lui affectera bien certains titres, mais en comptabilité seulement. En fait, sauf dans le cas de certaines grosses banques qui exigent la livraison des titres, le reporteur ne les verra jamais et ne saura même pas le nom ni la quantité des titres qu'il est censé avoir achetés. Les agents de change ayant renoncé, par raison de simplicité, à lui envoyer un bordereau d'achat au comptant et un bordereau de vente à terme, il recevra simplement un avis l'informant que son argent a été placé en report à tel taux. Mais comme l'agent de change est responsable vis-à-vis de son client reporteur, ce dernier a pour lui la garantie excessivement forte qu'offre la solidarité des Agents.

Il en va tout différemment à New-York. Pour le bailleur de fonds américain, il y a simple avance sur titres. Mais ceux-ci lui sont effectivement remis en gage. Il les reçoit du « broker » chercheur de fonds qui, après être passé par le « money desk », entre directement en contact avec lui. Comme, le plus souvent, il s'agit d'actions et que toutes les actions américaines sont nominatives le broker les endosse simplement en blanc. Elles deviennent ainsi négociables aussi facilement que si elles étaient au porteur. Le prêteur peut juger de la qualité des titres. Il ne consent à avancer son argent qu'en connaissance de cause et pour une somme inférieure à leur valeur en Bourse. Il ne s'engage pas pour une période déterminée. Le plus généralement l'avance est consentie à vue, et il peut dénouer son opération quand il le désire, sur simple demande. Il ignore, comme à Paris, le nom du client du

« broker » avec lequel il traite. Ce dernier est son seul débiteur, mais s'il est défaillant, il est largement protégé, puisqu'il a les titres en mains et qu'une clause du contrat de prêt que nous examinerons plus loin avec plus de détails lui permet de disposer de son gage sans préavis¹.

Mais, tant qu'il n'a pas pris cette mesure décisive, il n'est que créancier gagiste et ne peut se considérer comme propriétaire des titres. Il n'a pas droit aux dividendes qui viennent à échéance pendant la durée du prêt. Et comme toutes les actions américaines sont nominatives et que les Sociétés ne paient leurs dividendes que sous la forme de chèques, le « broker » qui, lors de l'achat des titres pour son client, aura pris soin de les faire enregistrer à son nom, recevra directement les dividendes afférents aux dites actions. C'est lui qui les rétrocèdera à son client. Il en sera ainsi jusqu'à ce que ce dernier ait les moyens de régler définitivement son achat, et, levant les titres, de s'en faire transférer la propriété directe. On voit donc que, loin d'être un obstacle, le fait que les titres soient nominatifs facilite le paiement des dividendes au véritable propriétaire. On imagine sans peine la suite de manipulations et de déplacements gênants à laquelle donnerait lieu le détachement des coupons d'actions, disséminées souvent, pour un seul « broker », chez des centaines de prêteurs.

A Paris, où l'encaissement des dividendes se fait également en faveur de l'acheteur à terme, le détachement

1. Voir chap. III : « Garanties des prêteurs ».

des coupons à lieu chez l'Agent de Change, puisque c'est lui qui conserve tous les titres reportés.

Une autre conséquence du système américain, c'est qu'il permet le jeu sur différence sur n'importe quel titre. Tandis qu'à Paris le marché à terme est limité à certaines valeurs seulement, l'acheteur de New-York peut profiter des avantages de l'emprunt sur titres, quels que soient ces titres : Fonds d'Etat, actions ou obligations. L'achat d'obligations « sur couverture » (on margin) est évidemment assez rare, mais il peut se produire. En ce cas, la mise en nantissement se fait exactement de la même manière.

Enfin, poursuivant notre comparaison, nous remarquerons encore que le taux des reports, fixé ici tous les quinze jours ou tous les mois ne change plus dans l'intervalle des deux liquidations. Nous sommes en présence d'une opération dont l'échéance est déterminée d'avance.

A New-York, au contraire, ainsi que nous l'avons dit, l'avance sur titres est le plus souvent consentie à vue. Son taux varie donc quotidiennement et même plusieurs fois au cours d'une séance du « Stock Exchange Money Market ».

C'est pourquoi, lorsque les deux parties au contrat sont désireuses de se soustraire aux fluctuations journalières du « taux de renouvellement », l'emprunt sur titres pourra être consenti, à terme, pour une durée de 3, 6, 9, ou 12 mois. L'intérêt en sera alors fixé une fois pour toutes.

1. Marché de l'argent de la Bourse.

Il y aura naturellement un rapport étroit entre l'intérêt des prêts à terme et celui des « call loans » ou prêts remboursables sur demande. Le taux des premiers est en quelque sorte l'escompte de l'avenir de celui des seconds. Ainsi, si au mois de juillet l'on croit à une très belle récolte aux Etats-Unis, et par conséquent à un appel de crédit dans les régions agricoles pour exploiter et transporter cette récolte, on peut prévoir que l'argent ne sera pas en abondance à New-York ; pour employer le langage de la Bourse, cet argent sera « cher ». L'intérêt d'un prêt consenti pour les trois mois d'été sera très élevé. C'est ainsi qu'il se peut très bien que le 2 juillet par exemple, le taux du « call loan » ou de l'emprunt remboursable à vue soit de 3 % et celui d'un prêt à terme à trois mois, de 6 1/2 %. C'est là un assez grand écart, mais le prêteur escompte qu'au cours de l'été, le taux de l'argent à vue passera peut être à 10 % ou 12 %, voir même 15 %.

Les prêts sur titres consentis à terme à des brokers n'occupent d'ailleurs pas une place considérable sur le marché de New-York. Leur proportion par rapport aux prêts à vue, qui était de 41 % environ en 1913 est tombée actuellement aux environs de 20 %.

Quoi qu'il en soit, ces emprunts à terme qui ne se contractent pas par l'entremise du « Money Desk », mais directement entre le prêteur et le « broker » ne présentent aucun trait particulier. Leurs caractéristiques, sauf en ce qui concerne la durée, sont exactement celles des emprunts à vue.

Mais s'ils ont avec ces derniers une ressemblance marquée, ils ne jouent pas comme eux un rôle prépondérant sur le marché de l'argent. Contractés pour des échéances lointaines, ils peuvent être assimilés aux avances sur titres ordinaires que consentent couramment nos banques.

Seuls les emprunts sur titres à vue ou « call loans » se traitant chaque jour par millions de dollars, possèdent au « Stock Exchange » de New-York un marché vaste et distinct. Seuls ils jouent un rôle sur le marché de l'argent. C'est pourquoi nous leur consacrerons cet ouvrage et réserverons la suite de cette première partie à l'étude des taux d'intérêt et de renouvellement, des différents prêteurs, des garanties qui leur sont offertes et de l'organisation qui a permis au marché d'assurer leur contact avec les emprunteurs.

CHAPITRE II

LE TAUX DE RENOUVELLEMENT. FACTEURS QUI INFLUENCENT LE TAUX D'INTERET

Voici la définition que donne M. Griffiss du taux de renouvellement¹.

« Aujourd'hui le taux de renouvellement est le taux auquel le plus grand nombre de prêteurs et d'emprunteurs sur titres consentent à renouveler leurs prêts à vue. »

C'est la Chambre de Compensation des banques d'accord avec le comité exécutif du Stock Exchange qui fixe le taux de renouvellement. Voici comment :

Dès l'ouverture de la bourse, lorsque les banques viennent de recevoir leur situation financière exacte de la Chambre de Compensation, celle-ci consulte par téléphone les quinze ou vingt plus grandes banques prêteuses

1. B. Griffiss, *The New-York Call Money Market*.

de la ville et leur demande leur avis sur le taux de renouvellement ainsi que le montant des sommes qu'elles seraient disposées à prêter au marché. Après cela la Chambre se met en contact avec les principaux brokers qui sont les plus gros emprunteurs. Elle leur demande combien d'argent ils désirent et à quel taux.

L'offre et la demande sont ainsi connues.

La chambre prend aussi en considération les conditions économiques générales ; elle est de plus constamment tenue au courant des nouveaux prêts qui se font au Stock Exchange et du nombre d'actions qui se vendent et s'achètent.

Tous ces renseignements lui permettent de fixer le taux de renouvellement avec quelques-uns des membres du comité exécutif du Stock Exchange. Si, par exemple, celui-ci est légèrement inférieur au taux moyen des prêts consentis pendant la journée il sera vraisemblablement un peu plus élevé le lendemain.

Ce taux, qui n'est nullement obligatoire, est accepté et appliqué par la grande majorité des prêteurs et emprunteurs. Les parties peuvent donc, par conséquent, attendre l'affichage du « renewal rate » qui a lieu vers 10 h. 45 du matin, avant de décider si elles vont dénoncer ou continuer leur prêt.

Ce système tellement commode n'existait pas avant la guerre et c'étaient les parties qui fixaient elles-mêmes le taux de renouvellement de leur prêt. On voit aisément toutes les difficultés que pouvaient donner cette façon de procéder.

Pour bien montrer l'écart infime qui existe aujourd'hui entre le taux de renouvellement et la moyenne des taux des prêts nouveaux consentis, voici pour une année où les variations du taux du « call money » ont été assez brusques (1928) quelques données¹ :

1928	Moyenne des taux de renouvellement (1 par jour)	Moyenne de tous les taux de prêts nouveaux consentis
Janvier	4.279	4.191
Février	4.363	4.315
Mars	4.462	4.503
Avril	5.030	5.193
Mai	5.706	5.695
Juin	6.185	6.309
Juillet	6.021	6.061
Août	6.748	7.059
Septembre	7.237	7.409
Octobre	6.999	7.086
Novembre	6.884	7.120
Décembre	9.324	9.446
Moyenne annuelle	6.104	6.199

Il est intéressant de noter que si l'on fait la moyenne mensuelle des taux d'intérêt des prêts nouveaux consentis et si l'on compare le chiffre ainsi obtenu à la moyenne mensuelle des taux de renouvellement la différence entre les deux, pour la période de 8 années allant de 1922 à 1930, n'a été que de 0.0412%. Ce dernier chiffre montre avec quelle précision le taux de renouvellement est calculé chaque jour. Il nous permettra aussi dans notre troisième partie, de considérer que les courbes de variations du taux de renouvellement donnent une idée plus que suffisante des variations du taux du « call money ».

1. *Stock Exchange Annual Report*, 1929.

Nous avons vu que ce taux est déterminé quotidiennement sur le marché suivant la loi de l'offre et de la demande.

M. Bartow Griffiss¹ a étudié les principaux facteurs qui font varier ce taux et les a classés en neuf rubriques. Ces variations seraient dues :

- 1° à la situation du marché,
- 2° aux mesures prises par la Banque de Réserve Fédérale,
- 3° à la situation financière internationale,
- 4° aux placements à long terme,
- 5° à l'émission d'obligations gouvernementales et municipales,
- 6° aux placements à court terme,
- 7° à la situation financière des banques,
- 8° aux acceptations de banques,
- 9° aux prix de gros.

Nous pensons pouvoir y ajouter deux autres facteurs qui, selon nous, ont eu aussi leur influence. Ce sont :

- 10° l'étendue géographique du pays,
- 11° la situation financière des Sociétés.

Ces différents facteurs s'enchevêtrent évidemment et il est difficile de les considérer séparément. Leur action procède toujours de la plus au moins grande abondance de capitaux qu'ils sont susceptibles de faire affluer sur le marché, provoquant de la sorte des taux plus ou moins bas. C'est ainsi que l'influence de la situation internatio-

1. Bartow Griffiss, *The New-York Call Money Market*.

nale, avec ses taux d'intérêt différents suivant les places, ses mouvements d'or, etc... s'explique d'elle-même. Il en est de même pour l'influence des placements à court terme, des acceptations de banque, des placements à longs terme, de l'émission d'obligations gouvernementales et municipales, de la situation financière des Sociétés, etc...

C'est pourquoi nous n'examinerons brièvement ici, que les facteurs ayant un caractère plus particulièrement américain.

Facteurs dus à la situation du marché.

Lorsqu'une société émet ses actions sur le marché, il est bien rare que ce soit le public qui achète la majorité de ses titres. Ce sont, en général, des Syndicats ou « pools » qui souscrivent la plus grande partie des titres. Ils ont parfois besoin d'emprunter des sommes considérables pour conserver ces valeurs en attendant leur hausse, tandis que le public qui place son argent, achète les titres et les paye la plupart du temps comptant. Plus il y aura d'actions entre les mains des syndicats, plus la demande pour le crédit des banques sera grande et plus aussi à égalité d'offres le taux d'intérêt sera élevé. En 1929 et en 1930 la baisse violente du taux d'intérêt des « call loans » a coïncidé avec une grande augmentation du nombre des actionnaires des principales sociétés américaines. Ainsi la General Electric Company qui comptait le 26 juin 1929, 45.216 actionnaires en comptait le 26 juin 1931, 133.163. Pendant la même période de deux années

le nombre d'actionnaires de la United States Steel corporation était passé de 100.784 à 145.566, et celui de l'American Telephone and Telegraph Company de 454.596 à 567.694¹.

*Facteurs dûs aux mesures prises par la
Banque de Réserve Fédérale.*

On sait qu'il existe aux Etats-Unis, douze Banques de Réserve Fédérale, chacune à la tête de son district financier. En principe, chacune de ces douze banques ne peut réescompter qu'aux banques membres de son district. En cas de nécessité cependant, le Federal Reserve Board² peut contraindre une Federal Reserve Bank à réescompter le papier d'une autre Reserve Bank. C'est ce que l'on appelle « l'inter-district borrowing ».

Pendant la crise de 1920-21, « l'inter-district borrowing » a atteint des proportions énormes, allant jusqu'à 260 millions de dollars en un mois. M.W. Randolph Burgess a calculé³ que, sans cette aide, une des Banques aurait dû élever son taux d'escompte jusqu'à 22%. On a pu, grâce à cette pratique, maintenir dans le pays des taux à peu près uniformes : les districts industriels ont eu, pendant l'hiver, recours aux districts agricoles et le mouvement inverse s'est produit pendant l'été et l'automne suivants.

1. Rapports publiés par les Sociétés. Ces statistiques sont rendues possibles par le fait déjà signalé que les actions américaines sont nominatives.

2. Organe central du Federal Reserve System.

3. *The Reserve Banks and the Money Market.*

On voit qu'une intervention de ce genre imposée à la Banque de Réserve de New-York par exemple, est de nature à restreindre singulièrement ses possibilités de crédit et par suite les disponibilités des banques de New-York. L'effet de cette mesure sera donc vraisemblablement de faire monter le taux de l'intérêt. Elle est en cela comparable à une élévation du taux de l'escompte.

Celui-ci indique à quel prix les banques pourront se refaire des disponibilités auprès de la Banque de Réserve. Ce qui est plus significatif encore, ce taux indique généralement quelle politique le Gouvernement entend suivre vis-à-vis de la spéculation. Si donc le taux d'escompte est élevé, il est probable que l'intérêt des « call loans » suivra ou dépassera ce taux. Du 9 août 1929 au 8 mai 1931 le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York est tombé de 6 % à 1 1/2 %¹. Pendant cette même période le taux d'intérêt des « call loans » fléchissait de 8 % à 1 1/2 %.

De même, une augmentation du papier commercial réescompté sans un accroissement corrélatif de l'encaisseur diminuera les possibilités d'expansion de crédit restant à la disposition des Federal Reserve Banks. En effet, on n'oublie pas que les billets des Federal Reserve Banks doivent être gagés par 40 % d'or, le reste de la couverture pouvant être constitué par du papier commercial. Le commerce en profitera, mais le taux des « call loans » pourra en ressentir les effets dans le sens de la hausse.

1. *New-York Stock Exchange Statistical Digest*.

Facteurs dûs à la situation financière des banques.

Les ressources des banques membres du Système fédéral par rapport aux ressources totales des banques s'élevant, dans l'Etat de New-York, à 90 % environ, d'après M. Burgess, seule la situation des banques membres va nous occuper. Celle-ci est dominée par l'obligation qui leur est imposée de maintenir auprès de la banque de Réserve de New-York des réserves moyennes égales à 13 % de la moyenne journalière de leurs dépôts à vue et 3 % de la moyenne journalière de leurs dépôts à terme. Le calcul des réserves a lieu une fois par semaine pour la période allant du samedi au vendredi suivant. A la fin de chaque semaine les réserves effectives des banques doivent être au moins égales au montant exigé par la loi. C'est la question de l'ajustement des réserves. La pratique de chaque banque pour arriver à ce résultat pourra être différente. Les unes pourront réescompter du papier à la Banque de Réserve ; d'autres vendront des acceptations sur le marché. Mais la plupart opéreront sur le « Stock Exchange Money Market ». Un affaiblissement des réserves dans plusieurs grosses banques, provoquera donc presque sûrement lors de l'ajustement, une hausse du taux des « call loans ». Inversement, un surplus de réserves généralisé, ira s'employer sur le « call market », faisant baisser le taux.

Facteurs dûs aux prix de gros.

Une hausse des prix de gros sera pour l'industrie un stimulant ; la production augmentera. Le marché qui reflète la prospérité du pays verra ses titres monter ; les syndicats contribueront à élargir le mouvement de hausse et emprunteront de l'argent. Le taux du « call money » sera élevé. La réciproque sera également exacte. Ainsi, pendant l'année 1920, lorsque les prix de gros et de détail avaient considérablement baissé, entraînant le marché¹, on pouvait trouver sur le Stock Market de l'argent aux environs de 2%. C'est le même phénomène qui s'est reproduit pendant les années 1930 et 1931. Du 1^{er} juillet 1929 au 1^{er} août 1931 l'indice des prix de gros aux Etats-Unis est passé de 98 % à 70,2 %² pendant que le taux d'intérêt des emprunts remboursables sur demande tombait de 7,2 % à 1, 1 / 2 %

Le facteur géographique.

Il y a entre New-York, Chicago, La Nouvelle Orléans, Saint-Louis et San Francisco, des différences d'heures variant de une à trois heures et il arrivait fréquemment avant l'hiver 1929 que, tard, dans la journée, une quantité énorme de fonds était offerte à la Bourse de New-York par les différents centres financiers du pays. C'est une des raisons qui permettait d'expliquer au cours d'une même séance de bourse les variations du « call money ».

1. Statistiques du « Commercial and Financial Chronicle ».

2. U.S. Bureau of Labor Statistics.

On voit immédiatement que l'importance de ce facteur n'est pas comparable à celle de ceux que nous venons d'examiner. C'est en somme un facteur extra-économique dont l'action ne peut être que passagère. Mais les vraies variations du taux des « call loans » dans le temps, les seules intéressantes à étudier sont le résultat des facteurs que nous avons vus plus haut et qui dépendent eux-mêmes des conditions économiques générales du pays.

CHAPITRE III

GARANTIES DU PRETEUR

1. Marge ou couverture de 30 % environ.
2. Faculté d'exiger le maintien de la couverture en cas de baisse des titres.
3. Substitution d'actions.
4. Remboursement immédiat.
5. Contrat général en faveur du prêteur.
6. Exécution en bourse si l'une des conditions du prêt n'est pas remplie.

... Telles sont les six garanties qui protègent le prêteur contre un emprunteur dont il ne connaît souvent que le nom. Nous allons les examiner successivement :

Le « broker » ayant emprunté sur le « Money Market » une certaine somme, par exemple 200.000 dollars, téléphone aussitôt à sa charge le nom du prêteur et le montant du prêt. — Immédiatement un de ses employés prend une enveloppe, la remplit de titres négociables en

bourse, calcule la valeur totale de ces actions d'après le dernier cours du « Stock Exchange » de la veille et fait en sorte que cette somme soit de 25 % à 35 % supérieure au montant total de la somme empruntée. Puis il fait parvenir les titres dans l'enveloppe à la banque prêteuse dont le nom lui a été indiqué.

Voici traduites, à titre d'exemple, les inscriptions qui peuvent figurer sur une de ces enveloppes :

PRET			
Nom de l'emprunteur : X...		Somme prêtée :	
Nom du prêteur : X...		200.000 dollars	
TAUX : X...		Date du prêt :	
		1 ^{er} décembre 1931.	
Nombre	Valeurs	Valeur en Bourse 30 novembre 1931	Sommes totales en dollars
400	Union Pacific	82 1/4	32.900
2000	United Corporation	12	24.000
800	American can.	70	56.000
500	Am. Tel and Tel	129 1/4	64.625
800	Coca Cola.	114	91.200
			268.725

Le prêteur, la banque en l'espèce, au reçu de ces titres, va procéder aux vérifications d'usage.

Tous les mois les grandes banques font elles-mêmes une évaluation de chaque titre coté, suivant sa négociabilité et sa qualité intrinsèque. La valeur ainsi attribuée à chaque action sera toujours inférieure à son cours en Bourse. Elle restera en vigueur pendant tout le mois, même en cas de hausse sur le marché. Ainsi, par exemple la United States Steel Corporation sera cotée 56 3/4 dol-

lars et pour tout le mois, même si le titre monte, la banque dans la vérification des prêts l'évaluera 42 dollars.

En général, plus un titre hausse, plus la proportion selon laquelle il est évalué par rapport à son cours en Bourse, diminue.

Ainsi lorsque l'action de la General Electric en 1928 se négociait à 200 dollars, elle était acceptée par certaines banques prêteuses pour 180 dollars soit 90 % de sa valeur. Mais pendant le mois d'Août 1929, lorsque le même titre se négociait à 400 dollars, les mêmes banques ne l'évaluaient qu'à 325 dollars, soit 81,25 % de son prix au Stock Exchange; on a, en effet, remarqué qu'en période de crise, c'étaient généralement les actions qui avaient le plus monté qui, proportionnellement, baissaient le plus. — Ce phénomène s'est encore manifesté pendant les années 1929, 1930 et 1931.

La banque prêteuse calcule donc, suivant le barème arbitraire qu'elle s'est fixé, le montant du prêt; elle trouvera, par exemple, pour l'emprunt cité plus haut, les sommes suivantes :

Union Pacific	à	82 1/4
United Corporation	à	12
American Can	à	70
Am. Tel and Tel	à	129 1/4
Coca Cola	à	114

Si la marge, soit 34 %, entre la somme à prêter par la banque et l'évaluation totale des titres est suffisante, elle fait parvenir au « broker » un chèque de 200.000 dollars

et l'emprunt commence à courir rétroactivement à partir du moment où le « broker » sur le Money Market a été informé que telle banque était disposée à lui prêter telle somme déterminée.

Qu'arrive-t-il si les titres ne conviennent pas au prêteur, ou bien si la couverture est jugée insuffisante ? La banque peut alors, soit renvoyer purement et simplement l'enveloppe de titres et refuser le prêt, soit demander un supplément ou simplement une substitution de titres. Car il faut signaler ici une pratique assez courante chez les « brokers » et qui consiste à essayer de placer dans les enveloppes de prêts, à côté de certains bons titres, certains autres dont la valeur intrinsèque est plus douteuse, et cela afin de conserver à leur disposition une disponibilité en actions de premier ordre. Aussi l'examen des enveloppes fait par les banques doit-il être minutieux. S'il y a eu un grand nombre de prêts faits dans la journée sur le Money Market, le service de vérification dans les banques reste ouvert et fonctionne une bonne partie de la soirée..

Si, brusquement, il se produit une baisse des titres la banque demandera un supplément de couverture en actions ou en obligations et elle procédera à l'évaluation de ce supplément de garantie comme nous l'avons vu dans le cas précédent.

En cas de baisse de certaines actions seulement, faisant partie d'un gage, la banque peut demander à l'emprunteur le remplacement immédiat de ces quelques

titres par d'autres. Si ce dernier s'y refuse le contrat de prêt pourra être résilié. Notons que le « broker » emprunteur peut, de son côté, jouir de la faculté de substitution. En cas de besoin, il lui suffira d'envoyer au banquier une nouvelle enveloppe contenant les titres qu'il offre en échange de ceux qui lui sont nécessaires. On voit donc que les actions qui demeurent en nantissement chez le prêteur ne sont pas nécessairement celles pour l'achat desquelles les emprunts ont été consentis à l'origine.

Lorsque la banque demande le remboursement d'un prêt elle fait parvenir au « broker » la simple note suivante :

MessieursX

Veuillez renvoyer aujourd'hui le montant de votre prêt

.....de du..... 19...
.....X. Bank.

Il existe un contrat général signé par le broker et conclu entre la banque et ses emprunteurs habituels ; il s'étend donc à tous les prêts présents et futurs faits entre les intéressés. Nous aurons l'occasion d'analyser plus en détail ce contrat¹ lorsque nous étudierons la structure juridique des prêts sur titres.

1. E. Meeker, *Work of the Stock Exchange*.

En voici à titre d'indication la traduction :

... Considérant les facilités de crédit à lui accordées ou sur le point de l'être par la firme X ... le soussigné d'accord avec ladite firme, reconnaît que dans tous les cas où il se trouvera débiteur envers elle, directement ou indirectement et de quelque manière qu'il pourra se présenter (prêts, versements ou paiements faits en son nom, solde débiteur de compte, traite, etc.), ladite firme aura, indépendamment des droits particuliers nés de la dette elle-même, les prérogatives suivantes :

1. Tous titres ou valeurs déposés par le soussigné « en nantissement » seront conservés par la firme en garantie de toutes les autres dettes possibles de l'intéressé, qu'elles existent déjà ou qu'elles soient contractées par la suite. Ladite firme aura aussi un droit privilégié sur tout solde créditeur susceptible de se présenter dans le compte courant du soussigné chez elle. Il en sera de même pour tous biens, objets, ou valeurs, de quelque nature qu'ils soient, confiés à la garde de la firme ou dont elle se trouvera en possession d'une manière ou d'une autre.

2. La dite firme aura à tout moment le droit de demander au soussigné, afin de garantir toutes les obligations envers elle, un nouveau montant de titres dont la quantité et la qualité devront être jugées satisfaisantes.

Dans le cas où le soussigné manquerait à son obligation de maintenir à chaque instant une couverture jugée suffisante par la banque, celle-ci aura la faculté d'exiger immédiatement le rembourse-

ment de ses avances ou du crédit accordé et ceci nonobstant toute clause contraire ou tout délai contenus dans les termes particuliers de chacune de ces avances.

La Banque se réserve le même droit dans le cas où le soussigné, tout en conservant vis-à-vis d'elle une couverture convenable, serait déclaré en faillite, ou aurait contracté vis-à-vis de tiers des engagements sans couverture.

3. Au cas où le soussigné ne pourrait remplir un quelconque de ses engagements ou obligations à leur date d'échéance ou ne maintiendrait pas la couverture suffisante auprès de la Société, celle-ci se réserve le droit de vendre par ministère de broker et sans préavis, en vente privée ou par ministère d'agent de change, celles des valeurs appartenant au soussigné qu'il lui semblera bon. Le produit de la vente diminué des frais de celle-ci, sera affecté à l'extinction de la dette et des intérêts de celle-ci dans la mesure ou cela sera nécessaire, le soussigné restant néanmoins tenu vis-à-vis de la firme pour toute la partie de sa dette qui n'aurait pas été couverte par cette vente. Lorsque cette vente sera faite par agent de change ou aux enchères publiques la firme pourra faire l'acquisition desdits titres, libres de toute obligation envers le soussigné.

Il demeure entendu que le présent écrit constitue un contrat permanent s'appliquant d'office à toutes les transactions présentes ou à venir entre ladite firme et le soussigné.

X broker.

Si l'une des conditions que nous venons d'examiner fait défaut, la banque prêteuse peut donc procéder de plein droit à l'exécution en bourse des titres qu'elle a en gage ; naturellement cette exécution n'exclut pas le recours que la banque aura par la suite contre l'emprunteur si le produit de la vente au Stock Exchange des actions et obligations remis en nantissement est inférieur au montant du prêt.

On comprend que les emprunts sur titres ne puissent connaître en France la même faveur qu'aux Etats-Unis. La raison n'est pas dans la différence des marchés financiers ou des pratiques bancaires, mais dans la législation.

Défavorable au créancier gagiste qui est tenu de demander certaines autorisations ou d'observer certains délais avant de réaliser son gage, la loi française prescrit des obligations qui sont incompatibles avec la nécessité de dénouer rapidement les opérations financières.

Si le gage est civil, ce qui est le droit commun, un écrit est nécessaire, lequel doit mentionner les titres affectés en gage. Cet écrit doit être soumis à l'enregistrement. En fait, certaines banques passent outre, mais elles le font à leurs risques et périls. De plus, s'il s'agit de titres nominatifs, le gage doit être signifié à la Société émettrice, soit dans les termes de l'art. 1690 du Code civil, soit par réquisition de transfert de garantie à inscrire en marge des registres de ladite Société. Le créancier ne peut réaliser ses titres sans en demander l'autorisation au Tribunal, et sans signifier ce jugement au débiteur gagiste.

Si le gage est commercial, et il ne l'est que si le prêt est fait à un commerçant ou à un non-commerçant pour un acte de commerce, une mise en demeure est encore nécessaire et un délai de huit jours doit être observé.

Il n'y a aucun moyen d'éviter ces délais, puisque le pacte comissoire reste interdit. Un débiteur ne peut par avancé, autoriser son créancier à vendre ses titres. Toute convention de ce genre est nulle.

On conçoit que, dans ces conditions, l'avance sur titres présente, en France, des dangers pour le prêteur qui n'est pas garanti contre les risques d'une baisse rapide des cours.

La Jurisprudence française est restée attachée autant que le législateur, au formalisme dans lequel elle voit un moyen nécessaire de protection du débiteur contre son créancier. Elle a refusé d'étendre au nantissement des valeurs mobilières en matière civile, les règles de la loi du 23 mai 1863 simplifiant les formes de constitution et de réalisation du gage commercial. Les règles de droit n'ont pas été adaptées à la rapidité des échanges et des transactions ; le développement du crédit en a souffert.

Aux Etats-Unis, le pacte comissoire n'est nullement interdit et les prêteurs ne manquent jamais, ainsi que nous l'avons vu plus haut, d'en faire signer un à leur débiteur. La différence entre le gage civil et le gage commercial n'existe pas. En ceci, comme en beaucoup d'autres cas, toute la législation américaine est favorable au créancier.

Les banques en ont largement profité. C'est ce qui explique comment, à côté de leurs avances aux brokers, celles-ci ont pu si libéralement consentir des avances sur titres à leurs clients particuliers. Le 30 décembre 1931, ces avances s'élevaient à 5.777 millions de dollars pour les seules banques membres du système de Réserve Fédérale.

Afin de pouvoir exercer sans encombre leur droit de vente, les banques n'acceptent en nantissement que des titres de « good delivery », de bonne livraison, c'est-à-dire négociables. On se rappelle en effet que les actions américaines sont nominatives. La banque s'assurera donc que toutes les actions qui lui sont remises dans l'enveloppe sont bien endossées en blanc par le propriétaire dont le nom figure sur l'action et par suite sur les registres de la Société. Cette simple formalité suffit en effet à rendre le titre négociable. Il peut ainsi circuler comme un titre au porteur, sans qu'aucune réquisition de transfert faite à la Société par l'ancien propriétaire soit nécessaire. Le nouveau propriétaire inscrira simplement son nom et son adresse, dans l'espace laissé en blanc, à cet effet au-dessus de l'endos. Au vu de l'ancien titre ainsi endossé et complété, la Société émettra un nouveau titre au nom du nouveau propriétaire, inscrira son nom sur ses registres et lui adressera ses dividendes par chèques.

On voit donc comment cette absence totale de formalités a pu rendre possible la mise en nantissement d'actions nominatives.

Mais la banque peut aussi recevoir en garantie des obligations. Celles-ci contrairement aux actions, sont au porteur. On relève donc sur l'enveloppe les numéros de celles qui sont remises en gage et la banque ne peut, en aucun cas, substituer une obligation à une autre portant un numéro différent.

Ce qui constitue une garantie supplémentaire pour le prêteur c'est la rapidité avec laquelle toutes ces opérations s'accomplissent. Ainsi, pour faire une substitution, la banque téléphone au broker, lui demande s'il accepte de changer par exemple 100 U.S. Steel contre 200 General Motors. Si celui-ci accepte, la banque envoie immédiatement un commis porteur des 100 actions U.S. Steel chez l'emprunteur, et quelques minutes après les 200 actions General Motors sont dans l'enveloppe de garantie chez le prêteur au lieu et place des 100 U.S. Steel ; car toutes les livraisons, les échanges, les paiements se font dans le quartier de Wall Street qui est très peu étendu, souvent même le broker emprunteur a son bureau quelques étages seulement au-dessus de la banque prêteuse.

Il faudrait encore dire un mot de la composition du lot des titres ainsi mis en gage, car celle-ci a beaucoup varié. Il y a encore quelques années, le pays n'avait qu'une confiance limitée dans les valeurs industrielles. Aussi trouvons-nous presque toujours dans les prêts d'avant guerre un gage constitué par une forte proportion de valeurs de Chemins de fer, celles-ci atteignant les

2/3 et quelquefois mêmes les 3/4 du total. Aujourd'hui, au contraire les meilleurs titres de l'industrie ont fait leurs preuves. Les grandes sociétés se sont multipliées et l'on voit couramment des prêts comme celui que nous avons pris en exemple dans ce chapitre, contenant 50 % de valeurs industrielles et 50 % de valeurs de Chemins de fer.

Si, toutefois, dans un gage les actions de Chemins de fer manquent totalement, il est d'un usage courant pour les prêteurs de demander une marge plus considérable.

Ainsi donc au point de vue de la composition du gage on peut distinguer quatre variétés de prêts¹ :

1. « Old Regular Loan ou « l'ancien emprunt usuel ».

2/3 valeurs de Chemins de fer, 1/3 valeurs industrielles ; marge ou couverture 20 à 30 %.

2. « New Regular Loan ou « Nouvel emprunt régulier »

1/2 valeurs de chemins de fer, 1/2 valeurs industrielles ; marge ou couverture 20 à 30 %.

3. « All Rail Loan »

Valeurs de Chemins de fer seulement
marge ou couverture
25 %.

4. « All Industrial Loan. »

Valeurs industrielles seulement ; marge ou couverture 30 à 40 %.

1. E. Meeker, *Work of the Stock Exchange*.

En 1931, au contraire, depuis les sérieuses difficultés qu'ont éprouvées quelques grandes compagnies de Chemins de fer aux Etats-Unis, les banques ont tendance à moins rechercher ce genre de valeurs en couverture de leurs prêts, et souvent même à les refuser complètement.

Ce sont toutes ces garanties qui ont été avant 1930 la cause principale de l'engouement du public, des banques et des sociétés pour ce genre de placement à la fois rémunérateur et sûr. — Ces mêmes garanties contribueront peut-être dans l'avenir, si les conditions économiques du monde s'améliorent, à diriger encore les capitaux vers ce nouveau genre de placement.

CHAPITRE IV

LES DIFFERENTS PRETEURS

Nous venons de voir que les emprunts sur titres contractés à la Bourse de New-York offrent aux capitaux un placement au jour le jour excessivement sûr. Il n'est donc pas étonnant que les prêteurs aient été nombreux pour répondre aux besoins du marché. Nous trouvons parmi eux presque toutes les banques de New-York, celles du dehors à un degré moindre, des Sociétés, des particuliers, des étrangers. Tous ceux, en un mot, susceptibles d'avoir, pour un temps indéterminé, les fonds liquides en quête d'emploi.

Il est donc très difficile, sinon impossible, de classer par catégories précises des prêteurs aussi nombreux et aussi divers disséminés dans tout le pays.

Mais nous verrons plus loin que presque toutes les sommes qui s'offrent sur le marché passent obligatoire

ment par le « Money Desk » ou « Bureau de l'argent » dont nous étudierons le fonctionnement dans le chapitre suivant. Il y a évidemment des prêts qui se font en dehors, au taux des « outside funds », très voisin d'ailleurs du taux officiel, mais c'est l'infime minorité. On ne peut les étudier car ils ne sont soumis à aucun contrôle.

Mais pour le reste des capitaux offerts, c'est-à-dire pour la presque totalité des prêteurs, nous avons deux statistiques excessivement précise : celle fournie mensuellement par le Stock Exchange lui-même, et celle relevée hebdomadairement par la Federal Reserve Bank de New-York.

La première indique toutes les sommes qui sont passées par le « Money Desk » en divisant les prêteurs qui les ont avancées en deux catégories : *a*) banques de New-York et Trust Companies (faisant des avances pour leur propre compte et pour le compte de leur clients), *b*) banques privées, brokers et agences des banques européennes (ces différents prêteurs pouvant aussi, d'ailleurs, agir pour le compte de leurs clients qui ne peuvent en aucun cas entrer en relation directe avec le Money Desk).

La seconde fait connaître chaque semaine le montant total des avances sur titres consenties aux brokers par toutes les banques de New-York membres du Federal Reserve System. Cette statistique subdivise ce montant total, en prêts consentis par les banques :

- a*) pour leur propre compte,
- b*) pour le compte des banques hors New-York,

c) pour le compte de leurs autres clients non banquiers.

Dans le but de comparer ces deux statistiques, prenons par exemple, celle du 1^{er} octobre 1929 du Stock Exchange et celle du 2 octobre 1929 de la Federal Reserve Bank de New-York dont les dates à peu près concordantes correspondent au moment où ces prêts ont atteint leur volume maximum :

Stock Exchange
Rapport du 1^{er} Octobre 1929 (en dollars) :

	<i>A vue</i>	<i>A terme</i>	<i>Total</i>
Prêts consentis par les banques de New-York et Trust C ^{ies} .	6.543.061.807	534.323.249	7.077.385.056
Banques privées, Brokers et agen- ces de banque européennes	1.288.929.461	183.069.461	1.471.998.923
Total général	7.831.991.268	717.392.710	8.549.383.979

Federal Reserve Bank of New-York
Rapport du 2 Octobre 1929 (en dollars) :

Prêts aux brokers consentis par les banques membres :

a) Pour leur propre compte	1.071.000.000
b) Pour compte de banques hors New-York	1.826.000.000
c) Pour compte de tous autres clients non banquiers .	3.907.000.000
Total	6.804.000.000

Ce qui nous frappe d'abord c'est la proportion énorme des sommes avancées, directement ou indirectement, par les banques du Federal Reserve System par rapport au total des sommes reçues par les brokers : 6.804 millions de dollars contre 8.549 millions de dollars, soit

79,5 %. Cette proportion passe à 96 % si on compare maintenant ce même montant de 6.804 millions de dollars à celui de 7.077 millions de dollars que les brokers ont reçu des seules Banques et Trust Companies de New-York. C'est dire que, à part 1.471 millions de dollars fournis directement par les brokers, les banques privées ou les agences des banques européennes, presque tous les capitaux qui ont alimenté le marché à cette époque ont été fournis par les membres du système ou par leur intermédiaire. On ne s'en étonnera d'ailleurs pas puisque, d'une part, les Sociétés et les particuliers ne peuvent avoir l'accès direct au « Money Desk » et puisque, d'autre part, M. W. Randolph Burgess¹ estime que, dans l'Etat de New-York, les ressources des seules banques membres s'élèvent à 89,3 % des ressources totales des banques de l'Etat.

Si le montant total des prêts a baissé violemment depuis le mois d'octobre 1929, la place dominante des banques membres parmi les prêteurs est restée la même.

Nous pouvons donc revenir sur leur classification qui donne une image assez exacte de l'origine des sommes prêtées.

Les prêts faits « pour leur propre compte » n'ont pour ainsi dire pas besoin d'explication. Ce sont les banques qui prêtent selon leurs disponibilités et l'aisance de leur trésorerie. Mais il convient ici de rappeler une différence essentielle qui existe aux Etats-Unis entre les prêts sur

1. W. Randolph Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market*.

titres et les prêts commerciaux. Une coutume fréquente, veut que ces derniers soient généralement reconnus, non par un contrat passé entre la banque et l'emprunteur, mais par un billet à ordre, ou « note » que celui-ci signe. Ainsi une banque consentant une avance à une maison de commerce, créditera immédiatement son compte du montant total de l'avance et se fera signer par ladite maison un billet à ordre. Certaines banques font ainsi figurer dans leur portefeuille des avances ou des prêts qui correspondraient chez nous à des accréditifs ou à des ouvertures de crédit n'impliquant pas le décaissement immédiat du montant de l'avance.

Les billets à ordre ou « notes » en question, revêtus de l'endos d'une banque membre sont réescomptables auprès des banques de Reserve Fédérale. C'est ainsi qu'on dit aux Etats-Unis que les prêts commerciaux sont réescomptables. Les prêts gagés par des titres, autres que des obligations du gouvernement, ne le sont pas. C'est pourquoi les banques sérieuses, malgré l'attrait indéniable qu'offrent les emprunts sur titres ne peuvent en faire la base de leurs placements. C'est ce qui explique dans la statistique que nous avons donnée ci-dessus, le montant relativement, peu élevé des prêts fait par les banques « pour leur propre compte » par rapport à ceux des deux autres catégories de prêteurs. Seuls les fonds que les banques auront momentanément en excès, le surplus de leur trésorerie pour ainsi dire, devra être employé en « brokers loans ». Ce genre de placement à

la fois rémunérateur et sûr est celui qui peut le mieux répondre à leur souci de liquidité. Ce même souci amène souvent et particulièrement en ce moment, les banques françaises à disposer d'immenses capitaux. Mais faute d'un marché organisé pour le très court terme (quelques jours seulement) elles doivent conserver ces sommes improductives.

La deuxième catégorie de prêteurs, celle des « Out of Town Banks » ou « banques hors New-York », comprend toutes les institutions bancaires américaines ou étrangères en relation ou en compte avec les banques membres. Ce sont ces prêteurs, et surtout les étrangers, toujours à l'affût de la meilleure rémunération à obtenir pour leurs capitaux, qui seront les plus sensibles à une variation quelconque du taux du « call money ». De même une hausse du loyer de l'argent à Londres ou à Paris suffira souvent à rendre intéressant pour les banques européennes, le retrait de leurs capitaux et inversement.

Enfin la troisième catégorie, celle des « others » comprend tous les « autres » clients des banques membres. Et l'on entend par clients les sociétés, les trusts, et quelques grosses fortunes particulières. En un mot, il s'agit des clients non banquiers. Cette diversité dans les catégories des prêteurs montre toute la difficulté du problème de « restriction des prêts aux brokers ».

L'on empêche les petits capitalistes de placer leurs fonds disponibles en exigeant pour les emprunts des lots de 100.000 dollars (deux millions cinq cents mille Frs).

Ceci afin d'éviter les brusques retraits des petits épargnants qui pourraient avoir intérêt à souscrire aux émissions d'obligations nouvelles. Mais déjà, depuis quelques années, il s'est formé des sociétés dont le but est de rassembler des sommes inférieures à 100.000 dollars, et, moyennant une commission de 1/2 ou 1/4% d'effectuer des prêts pour le public par lots de 100.000 dollars. — Aucune loi n'est venue proclamer l'illégalité de cette pratique.

Il était difficile, lorsqu'elles y trouvaient un avantage, d'empêcher les sociétés d'employer leurs fonds en prêts sur titres par l'intermédiaire des banques. Celles-ci ont pris récemment une mesure tendant à empêcher dorénavant ces clients non banquiers de placer leurs fonds disponibles sur le marché. Nous l'étudierons dans notre troisième partie¹, car elle fait partie de l'histoire de la lutte que Washington et les grands financiers mènent depuis quelques années contre la spéculation. Dans le grave problème de la « restriction des prêts aux brokers » que nous examinerons également dans la troisième partie de cette étude, le « Federal Reserve Board » a tenté d'intervenir à maintes reprises ; le législateur s'est toujours abstenu. Le courant, sans doute était-il trop fort.

Mais quels que soient le caractère du prêteur ou l'origine des fonds, ceux-ci ne peuvent s'offrir sur le marché, que par l'intermédiaire des banques ou des brokers.

Et comme les prêts faits par les banques pour le compte de leurs clients, banquiers ou non banquiers, ont pris

1. Voir 3^e partie, chap. iv, « Les prêteurs et l'évolution de la crise ».

depuis la guerre et jusqu'en 1929 une importance capitale, nous pensons qu'il est intéressant de voir comment ils se contractent.

Les avances de ce genre sont consenties de la même manière, les titres donnés en gage sont vérifiés avec le même soin, que lorsque la banque agit pour son propre compte. La seule différence entre les deux situations est que la banque n'avance pas ses propres fonds mais ceux de ses clients.

Les rapports entre le banquier et le client prêteur sont en beaucoup de points semblables à ceux qui dérivent de la gestion d'affaires. Le gérant, la banque en l'espèce, doit par conséquent tenir le géré ou client au courant des opérations effectuées pour son compte. Au moment de la constitution du prêt le client recevra une lettre de la banque l'informant des titres mis en gage et du taux d'intérêt. Il sera tenu au courant également de tout changement de taux ou de toute substitution d'actions. Si ce dernier cas vient à se produire il recevra de sa banque la fiche suivante.

A Monsieur X
 Philadelphia Pennsylvania

THE X BANK OF NEW-YORK
 Département des Prêts.

MEMORANDUM DE SUBSTITUTION D' ACTIONS

Nous avons retourné à
 de son prêt du 6 juillet 1929.

100	U.S. Steel	
.....		

Nous avons reçu en échange :

300	General Motors	
.....		

New-York, le

Le client a toujours un droit de contrôle sur les opérations du prêt qui sont faites pour son compte. Il peut en demander le remboursement quand il le juge opportun s'il s'agit d'un prêt à vue, ou bien, s'il s'agit de prêts à terme, refuser telle catégorie de titres en gage et en demander le remplacement.

En effectuant un prêt pour le compte d'un de ses clients la banque conserve une comptabilité. Elle débite son compte « dépôts » du montant de l'avance et crédite son compte « loans ». Elle fait ainsi figurer les prêts dans sa feuille générale d'opération au « Money Market ». Lorsque les prêts sont contractés elle débite un compte général « Prêts des clients » et lorsque ceux-ci sont remboursés elle crédite ce même compte. Le solde représente donc le total des prêts faits pour les clients et dont la banque n'a pas demandé encore le remboursement.

Nous avons vu que ces prêts doivent, à moins qu'il ne s'agisse de trusts, porter sur des sommes non inférieures à 100.000 dollars. — A titre exceptionnel, cependant, les banques acceptent, pour leurs meilleurs clients, de prêter des sommes moins considérables. Dans ce cas, elles les font figurer à leur compte général « Prêts sur le marché ». Et ces modalités d'écritures sont plus ou moins semblables dans le cas où le prêteur, agissant ainsi pour le compte de ses clients, est une banque privée ou un broker.

Il en est presque de même à Paris lorsqu'un capitaliste ou une Société demande à sa banque ou à son agent

de change de placer des fonds en reports. Ses capitaux sont alors offerts à la Chambre Syndicale des agents de change qui, le jour de la liquidation, les répartit suivant les besoins.

A New-York, cette répartition a lieu tous les jours et porte sur des sommes considérables. Le nombre et la diversité des prêteurs et des emprunteurs¹ qui y prennent part en ont fait le véritable marché de l'argent à vue . Sa souplesse devait donc dépendre de son organisation.

1. Il y a à New-York 1.100 brokers inscrits au Stock Exchange.

CHAPITRE V

FONCTIONNEMENT DU MARCHE DES EMPRUNTS SUR TITRES

A la fin de l'année 1931, la position acheteur à la Bourse de Paris était d'environ 600 millions de francs. A la même époque, les prêts aux brokers s'élevaient encore à New-York à 600 millions de dollars. Même actuellement, malgré le marasme boursier, des millions de dollars de prêts nouveaux sont consentis tous les jours et des millions de dollars de prêts anciens sont remboursés. Pour assurer le fonctionnement quotidien d'un tel marché, il a été nécessaire de l'organiser. Il a fallu d'abord donner aux brokers emprunteurs le moyen de connaître rapidement les prêteurs et d'entrer en contact avec eux. Ensuite, faciliter la formation et la dissolution immédiates des innombrables contrats de prêts qui allaient en résulter. Tel est le but des deux organisations dont nous nous proposons d'étudier le mécanisme : le « Money Desk » et la « Chambre de Compensation des Prêts ».

I. *Le Money Desk*

Tous les matins, les banques, après avoir vérifié leur situation financière, informent leurs brokers des sommes qu'elles désirent avancer sur le marché. Ceux-ci vont au « Money Desk ». C'est une table à laquelle se tient un employé du Stock Exchange dont le rôle est d'inscrire sur un livre le nom des prêteurs, les sommes qu'ils désirent prêter ainsi que les taux d'intérêt demandés — Ceci fait les brokers peuvent aller reprendre leur travail — Les emprunteurs se rendent à la même table, annoncent à l'employé qui s'y trouve la somme qu'ils désirent et l'intérêt qu'ils consentent à payer pour l'obtenir.

Ce système ressemble assez à celui qui prévaut chez nous au Marché Officiel au comptant, où les offres et les demandes sont inscrites sur un grand registre par un employé qui est chargé d'en faire l'application.

Si l'une des offres d'une banque satisfait aux conditions du broker emprunteur, l'employé indique à celui-ci le nom de l'institution prêteuse. La première transaction ainsi effectuée constitue le premier cours d'intérêt qui peut varier par la suite pendant une même bourse.

Il ne reste plus aux brokers qu'à remplir deux fiches qu'ils envoient respectivement à leur charge et à la banque prêteuse. Celui qui a obtenu au Stock Exchange un prêt pour le compte d'une banque a agi comme un simple mandataire de celle-ci.

II. — *La Chambre de Compensation des Prêts.*

La Chambre de Compensation a été créée le 22 mars 1921 dans le but de faciliter la formation et la dissolution des contrats de prêts. Cette Chambre a été ajoutée à celle qui s'occupait déjà des livraisons et échanges de titres, mais alors que cette dernière fonctionne nuit et jour, la branche du « Loan Clearing House Corporation » n'est ouverte que pendant la journée. Son but est d'agir comme intermédiaire ou plutôt comme agent des brokers emprunteurs qui sont les membres de la Chambre de Compensation et y possèdent un compte-courant.

Les grandes banques prêteuses au nombre de 29 constituent les « lending members » ou « membres prêteurs » du Stock Exchange Clearing Corporation¹. Une fois pour toutes, elles ont signé un contrat avec la Chambre aux termes duquel elles donnent pouvoir à celle-ci de négocier leurs prêts. Il convient de remarquer que ces banques, à la différence des brokers, ne paient aucune redevance à la Stock Exchange Clearing Corporation et ne possèdent aucune action représentant une part du capital de celle-ci.

Afin de bien comprendre le fonctionnement de cet organisme, nous allons examiner successivement le cas d'un remboursement de prêt et celui d'un prêt nouveau consenti par une banque à un broker.

1. Griffiss, *The New-York Call Money Market.*

A. Remboursement de prêt.

Supposons que le broker John Smith par exemple ait emprunté le 26 septembre 1931 à la... X... bank la somme de 100.000 dollars et que le 28 septembre il désire rembourser ce prêt. Il fera d'abord part à la banque de son intention; puis il remplira en quatre exemplaires la formule suivante ou contrat de remboursement de prêt dont nous reproduisons une traduction :

1^{er} Exemplaire.CHAMBRE DE COMPENSATION.
(Journée).

N° du Broker 400

CONTRAT DE REMBOURSEMENT DE PRÊT.

NEW-YORK, 28 sept. 1931.

..... John SMITH..... s'est mis d'accord avec la X... bank..... pour rembourser aujourd'hui son prêt daté 26 septembre 1931..... de 100.000 dollars plus l'intérêt soit 16.67 dollars.

Total :100.016.67... dollars en conformité des usages de la Chambre de Compensation.

Nomenclature des titres gageant ce prêt :

Nombre	Actions	Prix	Valeur
500	Southern Pacific	59	29.500
400	Canadian Pacific	15	6.000
1000	U.S. Steel com.	77	77.000
1000	U.S. Rubber com.	8	8.000
500	American Sugar.	43	21.500
			142.000

Les actions tenues en gage par le prêteur pour cet emprunt devront être délivrées à la Chambre de Compensation. L'emprunteur demande à la Chambre de payer au prêteur le montant du prêt et des intérêts et de conserver le gage pour son compte.

La livraison à la Chambre de compensation des actions en gage est reconnue valable.

X.... Bank of New-York

John Smith

(signat. du prêteur)

(signat. de l'emprunteur)

Comme on le voit cette formule contient toutes les mentions nécessaires concernant le prêt, y compris le numéro du broker à la Chambre de Compensation. Celui-ci signe trois exemplaires (sa signature est déposée au Stock Exchange Clearing Corporation) et remplit en même temps le mémorandum suivant qui, revêtu plus tard de la signature d'un chef de service de la Chambre de Compensation, deviendra le chèque qui sera encaissé par la Banque prêteuse.

MEMORANDUM

Chambre de Compensation
Broad Street

N° du Broker
à la Ch..... 400

100.016 dol. 67

New-York 28 septembre 1931.

Payez à l'ordre de la X... Bank
cent mille seize 67 dollars.

à
..... X Bank

Chambre de Compensation
le Trésorier.

Le broker fait parvenir les trois exemplaires du contrat de remboursement de prêt à la.... X.... Bank qui obtient ainsi la confirmation du désir de John Smith de rembourser son prêt. La Banque conserve un exemplaire du contrat, signe les deux autres et les retourne immédiatement à John Smith.

Muni de ces deux exemplaires signés des deux parties et du mémorandum, le représentant du broker se rend à la Chambre de Compensation. Grâce aux exemplaires dont nous avons reproduit la traduction la Chambre qui va agir comme agent du broker connaît la nomenclature des titres qu'elle doit recevoir de la.... X.... Bank avant de lui rembourser son prêt.

Le représentant de cette banque porte l'enveloppe de titres constituant le gage à la Chambre qui en vérifie le contenu. Un caissier signe le « memorandum » et indique en marge de celui-ci le nom d'une des banques de dépôt de la Chambre qui devra payer à la X.... Bank la somme de 100.000 dollars augmentée des intérêts du prêt. Ce chèque qui n'est pas certifié est donc remis contre les titres de la banque prêteuse. Celle-ci l'encaissera par l'intermédiaire de la Chambre de Compensation des banques.

La Stock Exchange Clearing Corporation conserve les actions restituées au nom de John Smith, broker, et débite son compte du montant du prêt augmenté des intérêts. La Chambre de Compensation possède ainsi deux comptes pour les brokers membres, celui des opérations de bourse, ventes et achats, et celui des emprunts. Le solde final sera commun aux deux comptes et si le crédit du broker membre est suffisant, il pourra retirer tout ou partie des titres déposés à la Chambre ou bien les remployer dans un nouvel emprunt. Nous allons maintenant passer à l'examen de ce cas :

B. *Prêt nouveau consenti par une Banque à un broker.*

Supposons maintenant que John Smith ait contracté un prêt avec la X Bank au Money Market. Il fera remplir à sa charge un « new loan agreement » ou contrat de prêt nouveau qui ressemble beaucoup à celui que nous venons de voir. Il sera établi en quatre exemplaires et comportera les principales mentions concernant le prêt. En voici une traduction :

1^{er} Exemplaire.CHAMBRE DE COMPENSATION
(Journée).

N° du Broker à la Chambre 400

Contrat de prêt nouveau.

New-York, 28 septembre 1931.

..... X Bank..... a convenu de prêter aujourd'hui à..... John Smith...
....., selon les usages de la Chambre de Compensation, la somme de...
Cent mille dollars.

NOMENCLATURE DES TITRES REMIS EN GAGE.

Nombre	Actions	Prix	Valeur
500	Southern Pacific	59	29.500
400	Canadian Pacific	15	6.000
1000	U.S. Steel com.	77	77.000
1000	U.S. Rubber com.	8	8.000
500	American Sugar.	43	21.500
			142.000

Le chèque du prêteur pour le montant de ce prêt sera payable à l'ordre de la Chambre de Compensation.

Signat. du prêteur

X Bank

Signat. de l'emprunteur

J. Smith

Les quatre copies du contrat de prêt nouveau sont portées à la banque prêteuse qui examine la nomenclature des titres remis en gage, la marge ou couverture, ainsi que nous l'avons vu dans la première partie de cette étude. Si les conditions du prêt sont agréées par la X.... bank celle-ci signe deux copies du contrat et les retourne au broker, elle conserve pour sa comptabilité les deux autres copies.

John Smith se rend alors à la Chambre de Compensation avec les titres, si celle-ci ne les détient pas déjà pour son compte, et les deux copies du contrat signées par la banque prêteuse qui lui ont été retournées. Le représentant de la X.... Bank se rend également à la Chambre, porteur d'un chèque de 100.000 dollars à l'ordre de la Chambre de Compensation pour le compte du broker emprunteur. L'employé de la banque le remet au caissier contre livraison des titres vérifiés. Le compte du broker sera alors crédité à la Chambre de Compensation du montant du prêt.

Il reste évidemment quelques prêts « Ex Clearing House » ne passant pas par la Chambre de Compensation, par exemple ceux qui ont été consentis trop tard dans la journée. Mais ils se font de plus en plus rares.

Ajoutons pour terminer que si c'est un broker membre qui est le prêteur, le procédé suivi à la Chambre de Compensation ne diffère que fort peu de celui que nous venons de décrire.

Nous venons de voir au cours des chapitres précédents, comment une longue pratique et un usage courant ont perfectionné et facilité le fonctionnement des emprunts sur titres. Nous allons essayer, dans notre deuxième partie, de montrer le rôle joué par le législateur et la part prise par la Jurisprudence dans cette simplification.

DEUXIÈME PARTIE

CARACTÈRES JURIDIQUES DES PRÊTS SUR TITRES

L'étude du Droit aux États-Unis se ramène principalement à un examen des décisions ou jugements rendus par les Tribunaux des États, les Cours Fédérales et la Cour Suprême. Dans certains domaines, comme celui de la faillite ou des effets de commerce, l'unification s'est faite dans la législation du pays. Elle n'existe pas du tout dans notre matière aussi serons-nous amenés à citer et à commenter quelques décisions des Tribunaux en même temps que nous étudierons les quelques lois ou « statutes » qui réglementent les prêts.

CHAPITRE PREMIER

SITUATION DU BROKER VIS-A-VIS DE SON CLIENT

En ce qui concerne l'exécution d'un ordre sur le marché, les rapports entre l'agent de change et son client sont ceux qui dérivent de la gestion d'affaires. Une fois l'achat de titres effectué, il ne reste au broker qu'à se procurer les fonds destinés à être offerts en paiement des titres dont il prend livraison au nom de son client acheteur. Le plus souvent ce sont des fonds lui appartenant que le broker avance.

Avant l'achat, quelquefois, le client fournit une partie du prix de celui-ci et le broker le complément ; dans les autres cas, en général les plus fréquents, le broker fournit la totalité des fonds et ne reçoit de son client qu'un dépôt ou couverture représenté par des titres. Le broker vis-à-vis de son acheteur ne se trouve plus dans la position d'un gérant d'affaires mais d'un prêteur

sur gages.¹ En payant les titres achetés à son collègue, le broker-vendeur, il devient *ipso facto* le créancier du client et en garantie du paiement de sa créance il détient par devers lui les titres en gage. De nombreuses décisions judiciaires tant locales que fédérales ont sanctionné ce principe qui est appliqué dans la presque totalité des États².

Les Tribunaux de l'État du Massachusetts ont adopté à cet égard des règles toutes différentes : lorsque les titres ont été achetés et que le client a fourni une couverture on considère qu'il se forme un contrat exécutoire entre l'Agent de change et le client au terme duquel le broker s'oblige à livrer les titres lors du paiement. Tant que celui-ci n'a pas eu lieu, le broker reste, dans le Massachusetts, propriétaire des titres³.

Lors du procès de Wood contre Hayes, le Tribunal déclara que le contrat était suspensif, le terme étant le paiement effectué par le débiteur.

C'est au cours des débats lors du procès de Crehan

1. Märklam c. Jaudon 41 N.Y. 235. — Small c. Housman 208 N.Y. 115. — Gillett c. Whiting 120 N.Y. 402

2. Décisions de la Cour Suprême : Duel c. Hollins, 241 U.S. 523. — Richardson c. Shaw, 209 U.S. 365.

Décisions des tribunaux de New-York : Small c. Housman, 208 N.Y., 115. — Baker c. Drake, 66 N.Y., 518. — Wicks c. Hatch, 62 N.Y., 535. — Rogers c. Thomson, 215 App. Div. 541.

Décisions des Tribunaux de quelques autres États : Californie, Blankenhorn C° c. Thayer 199 Cal. 90. — Connecticut, Hadfield c. Tracy 101, Conn. 118. — Illinois, Brewster c. Van Liew, 119 Ill. 554. — Kentucky, Sargent c. Whitfield 226 Ky. 754. — Ohio, Lamprecht c. St. of Ohio 84 Oh St 32. — Pennsylvania, re Sterling's Estate 254 Pa. 155.

3. Crehan c. Megargel, 235 Mass., 279. — Weston c. Jordan, 168 Mass. 458. — Wood c. Hayes, 81 Mass. 17.

contre Mégargel que le Tribunal décida qu'avant le paiement intégral effectué par le client les titres seraient la propriété du broker.

Cette théorie n'est appliquée dans aucun autre État et a été formellement rejetée par la Cour Suprême des États-Unis¹. Dans son jugement à l'issue d'un procès de *Mc Intyre contre Whitney* (139 App. Div. 557), le Tribunal a déclaré en substance : « Il nous est impossible de distinguer la différence entre la remise en gage de titres à un broker pour le couvrir de certaines avances. et la remise en gage faite par un emprunteur à une banque prêteuse pour garantir un prêt ou une ouverture de crédit faite par celle-ci ».

Ce privilège du broker s'exerce de la même manière sur les titres achetés et sur ceux qui lui ont été remis par son client en couverture d'un achat².

Que le privilège existe sur les titres déposés en couverture, cela résulte de l'intention des parties puisque le but poursuivi par le client en remettant les titres au broker est d'offrir un gage à celui-ci, mais en ce qui concerne les titres achetés directement par le broker, il est difficile de parler d'une intention de l'une des parties de remettre les titres en gage. Un principe de droit aux États-Unis exige pourtant pour qu'il y ait une véritable remise en gage d'une propriété personnelle du débiteur à son créancier, un dépôt du gage fait par ce débiteur

1. *Richardson c. Shaw*, 209 U.S., 365.

2. *Gruman c. Smith* 81 N.Y., 25.

entre les mains du créancier, mais les Tribunaux ont toujours analysé l'achat de titres fait par le broker, suivi de la rétention de ces titres en gage, comme s'il y avait eu tradition à l'acheteur des titres suivi d'une remise en gage effective par le client au broker.

Le privilège du broker existe aussi dans le cas où celui-ci fait l'avance de l'intégralité du prix d'achat, aucune couverture n'ayant été versée par le client. Cette question a été définitivement tranchée par la Cour d'Appel de New-York lors du procès de Content contre Banner¹.

Le client acheteur demeure donc le propriétaire des titres ; il peut en disposer dans une certaine mesure, les vendre par exemple^{2, 3} ; il a en outre le droit de percevoir les dividendes et les intérêts des titres ; son droit de propriété, en résumé, n'est limité que par le privilège du broker sur les titres que nous allons maintenant examiner plus en détail.

Le broker possède donc un privilège sur les titres que son client lui remet ou lui laisse en garantie des avances qui lui sont consenties. Il est en droit de conserver ceux-ci jusqu'au règlement définitif de ces avances et à défaut de ce règlement, il peut faire procéder à la réalisation de son gage⁴.

Lorsque les titres qui font l'objet du gage du broker

1. Content c. Banner, 184 N. Y., 121.

2. Richardson c. Shaw, 209 U. S., 365.

3. Dans le cas de vente le prix est subrogé aux titres et reste le gage du broker.

4. Drake c. Hodgson, 192 App. Div., 676. — Burnham c. Eyre 123 App. Div., 777.

appartiennent en réalité non au débiteur mais à des tiers, ils n'en font pas moins partie du gage du broker, à condition toutefois que celui-ci ait ignoré le droit de propriété du tiers ou que les titres aient été déposés avec le consentement du vrai propriétaire¹.

Le privilège est général, il porte sur tous les titres et garantit le paiement de la totalité de la créance du broker.

La question de l'étendue du privilège se pose d'une façon assez difficile à résoudre, quelquefois, lorsque le débiteur possède plusieurs comptes : un compte-courant et un compte de dépôt par exemple. Elle se pose également lorsque le client a deux comptes distincts destinés à couvrir ses opérations et que l'un de ceux-ci présente un solde débiteur, l'autre un crédit. Dans la plupart de ces cas d'espèces, il y a lieu d'examiner quelle a été la commune intention des parties. En Angleterre, en l'absence de toute convention contraire, la loi stipule que le banquier possède un privilège général sur tous les titres entre ses mains pour le garantir de ses avances².

Ce privilège aux Etats-Unis est résulté peu à peu au contraire non de la loi mais des décisions des Tribunaux

Pour terminer ce chapitre, nous allons énumérer quelques règles qui s'appliquent à des cas d'espèces et qui ont été dégagées assez récemment par la jurisprudence des Tribunaux :

1. Osborne c. Curtis 209, App. Div., 100 confirmé en appel. — 239 N. Y., 616.

2. Matter of London and Globe Finance Corporation L. R. 1902 2 Ch. 416.

Si les titres ont été déposés chez un agent pour garantir une dette déterminée, ils ne font pas partie du privilège général de celui-ci¹.

Quelle que soit l'étendue du privilège du broker, il est clair que celui-ci n'est général que lorsque cela a été l'intention des parties de le rendre tel .

Lorsqu'une personne possède en son nom deux comptes chez son broker, l'un faisant apparaître un crédit, l'autre un solde débiteur mais qu'en réalité le compte dont le solde est créditeur est celui d'un tiers et que le broker a connaissance de ce fait² son privilège ne s'applique pas à ce dernier compte⁴.

Lorsqu'un client ouvre un compte et fournit un gage, celui-ci ne s'applique pas au privilège du broker sur un compte précédent dont le solde est alors contesté par le débiteur⁵.

A moins de conventions contraires, ne font pas partie du gage les titres achetés par une personne et dont le prix d'acquisition a été entièrement payé par celle-ci ou encore les titres qui ont été simplement déposés par le client chez son broker et destinés à être vendus immédiatement⁶.

1. Wyckoff c. Anthony 90 N.Y., 442. — Reynes c. Dumont 136 U.S., 354.

2. Edey c. Segar 192 App. Div., 578. — Conklin c. Raymond 127 App. Div., 633.

3. Pour le compte créditeur le débiteur du broker est par exemple le gérant d'affaires d'un tiers.

4. Boody c. Pratt. 64 N.J., Law, 281. — Miller c. Schloss 218, N.Y., 400.

5. Hurt. c. Miller 120 App. Div. 833 confirmée en appel 190 N.Y., 553.

6. Hoppenstedt c. Amy 174 N.Y., Supp., 742.

Le privilège du broker s'éteint lorsque celui-ci refuse sans motif plausible de livrer les titres après l'offre faite par son client de lui régler le montant de son avance¹. Le privilège s'éteint également dans tous les cas où le client reprend possession des titres².

A cause de ces nombreuses limitations du privilège, les brokers obtiennent fréquemment de leurs clients une convention écrite aux termes de laquelle ceux-ci déclarent expressément remettre en gage, pour garantir le paiement des avances faites par le broker, tous les titres, quels qu'ils soient, qui pourraient se trouver entre les mains du broker à quelque titre que ce soit. Des conventions de cette nature sont déclarées valables par les Tribunaux³. Nous avons eu entre les mains une de ces conventions. Nous en traduisons ci-dessous quelques-uns des principaux passages :

A Messieurs X & C^{ie}. brokers.

.....

Dans tous les cas où je deviendrais débiteur, ou dans les cas où je serais à découvert vis-à-vis de vous, je vous autorise, au fur et à mesure de vos besoins et sans aucun avis ou préavis de votre part, en garantie de la ou des sommes que je vous dois ou que je pourrais vous devoir, à utiliser pour vos emprunts, à remettre en gage, ou à

1. Barber c. Ellingwood 137 App. Div., 704. — Hoppenstedt c. Amy 174 N. Y., Supp., 742. — Boody c. Pratt. 64 N. J. Law, 281.

2. Douglas c. Carpenter 17 App. Div. 329. — Lawrence c. Maxwell 53 N. Y., 19.

3. Barber c. Ellingwood 137 App. Div. 704.

prêter, séparément ou avec d'autres titres, tous les titres que vous conservez actuellement ou que vous pourrez conserver par la suite, sous n'importe quel compte à mon nom, ou conjointement avec d'autres personnes, sans qu'il puisse en résulter pour vous aucune obligation de conserver en votre possession ou sous votre contrôle un nombre égal de titres équivalents prêts à être livrés.

Dans le cas où vous jugeriez nécessaire, pour votre protection ou votre sécurité, de vendre tout ou partie des titres sus-mentionnés, ou de racheter tout ou partie des titres vendus à découvert, balançant ainsi partiellement ou complètement mon ou mes comptes, la décision d'une telle vente ou d'un tel achat est laissée à votre entière discrétion et à votre seul jugement. L'opération pourra avoir lieu sans que j'en aie été notifié et sans qu'il m'ait été adressé aucun préavis, ou aucune demande d'aucune sorte, étant bien entendu que cette demande, cette notification ou ce préavis, s'ils ont lieu, ne pourront en rien modifier votre droit de vendre ou d'acheter ainsi qu'il a été défini plus haut.

.....

Cet accord sera valable jusqu'à révocation, etc.

Signé : X, Client.

Si l'on pense que l'agent de change français ne peut liquider la position d'un de ses clients qu'après un préavis par lettre recommandée et un délai de 24 heures lorsqu'il s'agit d'un marché à terme ou de 3 jours lorsqu'il s'agit d'un marché au comptant, on est frappé par l'étendue des droits dont jouit le broker américain.

Cette formule-type rappelle d'ailleurs beaucoup, dans

sa rigueur, les termes du contrat général d'affectation en garantie passé entre le broker et sa banque prêteuse, que nous avons reproduit plus haut¹. Le broker ne fait, en quelque sorte, qu'appliquer à son client les mesures auxquelles il peut être lui-même soumis de la part de sa banque.

Il nous faudrait maintenant examiner quelle est la situation du broker vis-à-vis de son prêteur. Cette situation étant celle d'un débiteur gagiste elle est dominée par les droits du créancier qui, ainsi que nous l'avons vu dans la première partie¹, sont excessivement forts. Nous n'y reviendrons donc pas.

Mais nous allons voir comment cette situation peut être modifiée par une remise en gage irrégulière de titres de la part du broker.

1. Voir 1^{re} partie, chap. III « Garanties des Prêteurs ».

CHAPITRE II

SANCTION CONTRE LA REMISE EN GAGE DES TITRES D'AUTRUI

Lorsqu'une personne laisse en gage chez un agent de change des actions qu'elle vient d'acheter avec des fonds empruntés, elle conserve, bien entendu, sur ces titres le même droit de propriété que si elle avait elle-même remis en gage pour garantir une avance consentie par l'agent de change des titres lui appartenant.

Il importe d'examiner la jurisprudence actuelle qui protège contre les tiers ce droit du propriétaire des titres remis en gage.

Les règles du Stock Exchange de New-York sont importantes, car, bien que ne faisant pas partie des lois de l'Etat, elles n'en sont pas moins appliquées par les Tribunaux dans leurs décisions et respectées par les membres du Stock Exchange¹.

1. *Rules of the New-York Stock Exchange*, chap. xii, sect. 2.

Une de ces règles interdit l'utilisation illégale par un « broker » des titres appartenant à son client, même lorsqu'il a été inséré dans le contrat de prêt entre le client et l'agent de change que ce dernier pourrait disposer dans une certaine mesure des titres et les remettre à son tour en gage à des tiers.

Une autre règle interdit aux agents de change de prêter des titres appartenant à leurs clients pour une valeur totale supérieure au montant de la dette de ces derniers. Il convient de mentionner ici une décision rendue par un Tribunal du Connecticut¹, où le juge a laissé entendre que c'était le strict devoir de l'agent de change de conserver par devers lui un assez grand nombre de titres pour pouvoir du jour au lendemain les livrer à ses clients si ceux-ci décidaient d'effectuer simultanément le retrait de leurs actions.

Au cours des débats lors d'un procès dans le Massachusetts² il fut décidé par le Tribunal qu'un agent de change devait toujours être à même de prouver qu'il avait à sa disposition un assez grand nombre de titres pour pouvoir faire face à des retraits massifs de la part de ses clients. Cette même opinion est exprimée dans une décision fédérale.

« Tout agent de change doit avoir un contrôle absolu sur les valeurs qu'il détient de façon à s'acquitter à l'égard de ses clients des mandats de dépôts qui lui sont confiés. »

1. Skiff c. Stoddard 63 Conn. 198.

2. Green c. Corey 210 Mass. 536.

Etudions maintenant plus en détail certains procès qui ont eu lieu dans l'Etat de New-York pour dégager la jurisprudence relative au point que nous traitons.

Plusieurs règles ont été établies ou confirmées lors du jugement rendu en 1907 par la Cour d'Appel de New York dans le litige de William R. Strickland contre Francis P. Magoun et al.¹. Il fut décidé par le Tribunal que lorsqu'un client fournit une couverture suffisante à son agent de change et qu'il achète des titres qu'il remet en gage, il en conserve la propriété légale ... Les relations de débiteur à créancier existent entre le client et l'agent de change en ce qui concerne le solde impayé sur le prix d'achat des titres... Les actions détenues par l'agent de change sont considérées comme le gage affecté au paiement de ce solde... Il n'est pas nécessaire que l'agent de change conserve en sa possession exactement les mêmes titres que ceux qu'il a achetés tant qu'il a sous son contrôle un nombre de titres égal à celui qu'il a acheté et qu'il se trouve à même de livrer instantanément lesdits titres à son client contre le paiement du solde de ce dernier ... Enfin la vente des titres par l'agent de change constitue une « appropriation » de ces titres dont l'agent de change est responsable. Mais ici une question se pose : Quel est le droit du tiers détenteur des titres ainsi vendus ou remis en gage par l'agent de change ? Le tiers acquéreur obtient souvent ces titres contre un paiement réel

1. William R. Strickland c. Francis P. Magoun et al. 119 App. Div. 113 (second Dept. 1907).

effectué par lui de bonne foi — Voici traduite l'opinion exprimée par le juge Woodward lors du procès en question :

« ... il n'est point nécessaire que l'agent de change conserve en sa possession identiquement les mêmes titres que ceux qui ont été achetés pour le compte de son client, aussi longtemps qu'il possède un contrôle sur un nombre de titres égal à celui qu'il a acheté pour le compte de son client et qu'il peut remettre à celui-ci lors du règlement de compte » (Caswell c. Putnam 120 NY. 153 ; Douglas c. Carpenter 17 App. Div. 370) ... Si l'agent de change, pour son propre compte, joint les valeurs de son client à des titres lui appartenant pour les remettre en gage à un de ses créanciers en garantie d'une avance supérieure à celle consentie par l'agent de change à son client, il se met en faute (Douglas c. Carpenter supra ... Rothschild c. Allen 90 App. Div. 233)... Une remise en gage par l'agent de change peut être illégale sans toutefois empêcher le tiers acquéreur de bonne foi d'être protégé dans son droit de propriété (Mc. Neil c. Tenth National Bank 46 NY. 325). Pour que le tiers acquière un titre de propriété valable, il doit être de bonne foi ... Il faut donc qu'il n'ait pas eu connaissance des droits du vrai propriétaire (Adams c. Bowerman 109 NY. 23 ; Porter c. Panks 49 id. 564 ; Perth Amboy M.L. Assoc c. Chapman 80 App. Div. 556 ; affd 178 NY 558).

Le procès dont nous pouvons déduire le plus d'enseignements dans la matière que nous étudions est celui qui

a été jugé en 1894 par la Cour d'Appel de New-York à l'occasion d'un litige entre Smith et Savin et C^{ie} et autres¹...

Avant le 8 mai 1884 un certain Smith avait remis en gage à Bogart et C^{ie}, des agents de change, cent actions Missouri Pacific, en garantie d'ouvertures de crédits à venir. Quelques temps après Bogart et C^{ie} à l'insu de Smith se firent consentir par les banquiers Savin et C^{ie} défendeurs au procès un prêt de 50.000 dollars. En garantie du remboursement de ce prêt Bogart et C^{ie} remirent en gage à leurs créanciers un certain nombre de titres parmi lesquels se trouvaient les 100 actions Missouri Pacific appartenant à Smith. Le 14 mai 1884 alors qu'ils ne possédaient aucune créance contre Smith, Bogart et C^{ie} tombèrent en faillite. Lorsqu'il apprit la remise en gage de ses titres faite par les faillis, Smith les réclama aussitôt à Savin et C^{ie} qui refusèrent de les livrer sans donner de motifs et le même jour les mirent en vente pour se payer de leur avance consentie à Bogart et C^{ie}. Après qu'ils se furent entièrement remboursés du montant de leur prêt, il resta entre les mains de Savin et C^{ie} un solde de trois mille dollars qu'ils prétendirent, lors du procès, appliquer au paiement d'une autre créance qu'ils avaient contre Bogart et C^{ie} — Le Tribunal de Première Instance et la Cour d'Appel ne les suivirent pas dans cette prétention et décidèrent au contraire qu'après avoir été avertis des droits du demandeur Smith,

1. Smith c. Savin 141 N.Y., 315.

Savin et C^{ie} auraient dû procéder d'abord à la vente de tous leurs titres à l'exception de ceux appartenant à Smith. Celui-ci ne fût informé de la vente que le 21 juin 1884 date à laquelle les actions Missouri Pacific avaient, après avoir baissé sensiblement de prix, atteint leur valeur nominale.

La Cour d'Appel décida qu'en ce qui concernait ses titres, Smith avait le droit d'exiger leur vente selon les règles du Stock Exchange. Il avait donc droit à la différence entre la valeur la plus haute « atteinte pendant une période raisonnable de temps postérieure à la vente litigieuse » et le prix effectif de cette vente.

Au moment de la remise en gage par Bogart et C^{ie} à Savin et C^{ie} des titres appartenant à Smith, les créanciers nantis étaient en droit de considérer Bogart et C^{ie} leurs débiteurs, comme étant les vrais propriétaires ; mais la situation se modifia lorsque Savin et C^{ie} furent informés par Smith de son titre de propriété. Dès lors, d'après le langage de la Cour d'Appel de New-York, Smith « devenait simplement garant du remboursement du prêt contracté par Bogart et C^{ie} et consenti par les défendeurs. » Smith acquérait *ipso facto* le droit de contraindre Savin et C^{ie} à faire vendre ses actions en dernier lieu et selon les règles du Stock Exchange.

Le prêt de 50.000.dollars consenti par Savin et C^{ie} à Bogart et C^{ie} était un « call loan ».

Les mêmes conclusions furent formulées trois années plus tard en 1897 lors des débats du procès de John F.

Douglas and Willard H. Jones contre Robert B. Carpenter qui eut lieu devant la même Cour d'Appel¹.

Au cours des débats du procès de Taussing contre Hart² le juge Rapallo alla même jusqu'à déclarer que « de permettre à un broker de vendre ou de remettre en gage sans autorisation les titres de son client c'était lui donner le moyen de les remplacer à celui-ci à un prix inférieur au prix d'achat et c'était également par trop favoriser la spéculation ». Nous n'avons cependant trouvé aucune autre décision judiciaire qui soit allée aussi loin.

Il convient de souligner qu'avant d'intenter une action en paiement de dommages intérêts contre un broker ou contre le créancier nanti de bonne foi de celui-ci, le propriétaire réel des titres doit faire offre de payer sa dette au broker et demander régulièrement la restitution des titres³.

Pour terminer, voici un résumé des droits et obligations du créancier nanti de bonne foi qui détient dans son gage des titres appartenant à une autre personne que son débiteur :

1. Le créancier nanti de bonne foi a le droit de faire procéder à la vente en bourse des titres mis en gage en cas de non-paiement de sa créance à l'échéance et si cette vente a lieu conformément à la loi le créancier nanti n'encourt aucune responsabilité du fait du préjudice subi par le propriétaire réel des titres⁴.

1. Douglas c. Carpenter 17 App. Div. 329.

2. Taussing c. Hart 58 N.Y., 429.

3. Wood c. Fisk 215 N.Y. 233.

4. Rothschild c. Allen 90 App. Div. 233 (affd 180 N.Y. 561).— Thomson c. Canal Bank and Trust Co. 170 La. 609.

2. En faisant procéder à la vente en bourse des titres le créancier nanti de bonne foi n'est pas tenu de notifier le propriétaire réel des titres de cette vente, à moins d'avoir été régulièrement informé par ce dernier de ses droits¹.

3. Le créancier nanti de bonne foi est tenu avant la vente en bourse des titres d'en notifier le broker emprunteur². Toutefois si le broker a été d'accord pour dispenser son créancier de notification en cas de vente cette dispense vaut également à l'égard du propriétaire réel³.

4. A titre de dommages et intérêts le propriétaire réel des titres qui en a été dépossédé peut recouvrer en justice la valeur de ses titres au jour de l'offre de paiement de sa dette ou bien, s'il le préfère, « au cours le plus haut du marché dans une période de temps raisonnable après ce jour⁴ ».

1. Rothschild c. Allen, *supra*.

2. Le Marchant c. Moore 150 N.Y. 209, p. 218.

3. Thompson c. Saint-Nicholas Nat. Bank 113 N.Y. 325 (affd. 146 U.S. 240).

4. Le Tribunal est juge souverain dans la détermination de la durée de cette période.

CHAPITRE III

PRETS D'UN JOUR *PRIVILEGE DU PRETEUR*

Une personne ayant un compte et possédant des titres chez un broker, peut, en cas d'insolvabilité du broker, et même après avoir pris connaissance de cette insolvabilité, retirer ses titres sans exercer à l'égard des autres créanciers un droit de préférence contraire à la loi. Cela résulte de nombreuses décisions tant des Tribunaux de l'Etat de New-York que de la Cour Suprême des Etats-Unis¹.

Le client du broker peut même exercer ce droit lorsque ce dernier a remis en gage les titres de son débiteur avec d'autres titres appartenant soit à lui-même soit à des tiers. Bien que ce retrait diminue la part des autres créanciers, il n'en est pas moins autorisé par la loi.

1. *Duel c. Hollins* 241 U.S. 523. — *Sexton c. Kessler* 225 U.S. 90. — *Richardson c. Shaw* 209 U.S., 365. — *Robinson c. Roe* 233 Fed. 936. — *Hadfield c. Tracy* 101 Conn. 118.

Lors du procès de Richardson contre Shaw¹ la Cour Suprême énonça la règle suivante : « Le broker étant un créancier gagiste et non un propriétaire des titres, le fait de remettre ceux-ci à un client en cas d'insolvabilité ne constitue pas un droit de préférence accordé, contrairement à la « Bankruptcy Law »², au propriétaire des titres ». Il en est de même lorsque le client du broker, au lieu de recevoir de celui-ci les titres mêmes, en reçoit le montant de leur prix de vente — Il y a dans ce cas subrogation réelle du prix aux titres.

En règle générale, l'aucun paiement effectué par un broker à son créancier ne constitue un droit de préférence non autorisé par la loi, à l'égard des droits des créanciers, si la somme payée peut, selon la « Bankruptcy Law », être réclamée contre la faillite du broker.

Avant la création de la Chambre de Compensation des prêts par le Stock Exchange de New-York, c'était une pratique fréquente chez les brokers de se faire consentir par leur banque des prêts d'un jour ou « day loans » destinés à leur fournir suffisamment de disponibilités pour régler le paiement des titres qu'ils venaient d'acheter pour le compte de leurs clients — Le « day loan » se faisait de bonne heure dans la matinée et était remboursé en fin de journée lorsque le broker recevait de ses clients le paiement du prix des achats effectués. Si le « broker » n'était pas remboursé par le client, la banque lui proro-

1. Richardson c. Shaw 209 U.S. 365.

2. Loi fédérale unifiée s'appliquant à toutes les faillites aux États-Unis.

geait le terme de son prêt et il remettait en gage à cette dernière les titres achetés.

Le plus souvent, aucune difficulté ne s'élevait relativement à la validité du remboursement fait par le broker à la banque. Toutefois, dans le cas où le broker était assigné en faillite le jour même où le prêt avait été consenti, la question se posait de savoir si la banque pouvait en cas d'insolvabilité du broker, exercer un privilège à l'égard des autres créanciers. La Cour Suprême des Etats-Unis, dans un arrêt rendu en 1913 qui fit pendant quelques années jurisprudence¹ se prononça pour la négative. — Il s'agissait d'un procès intenté par le syndic de la faillite d'un broker nommé Hotchkiss contre la National City Bank de New-York. Les faits étaient les suivants : un broker et ses associés avaient le 19 janvier 1910, au début de la matinée avant l'ouverture du marché des valeurs, un actif dépassant largement leur passif mais composé pour la plus grande part d'actions d'une société de charbonnages — Les brokers avaient en effet constitué avec leur clientèle un syndicat pour l'achat en bourse des actions de cette société. — Vers dix heures du matin ils s'adressèrent à la National City Bank de New-York et se firent consentir un prêt de 500.000 dollars destiné à régler le prix d'achat de certaines actions qui n'étaient pas spécifiées dans le contrat de prêt. Cette somme fut portée au crédit général de leur compte et ils tirèrent dans la journée de nombreux chèques sur la banque qui

1. National City Bank c. Hotchkiss 231 U.S. 50.

furent certifiés par celle-ci. Pendant la bourse, ce jour là, il se produisit une baisse soudaine et violente des actions de la Société de charbonnages et vers quatre heures de l'après-midi les brokers furent assignés en faillite¹. A cette heure-là les brokers restaient devoir 166.000 dollars à la banque. En paiement de cette somme ils remirent un certain nombre de titres. Le syndic de la faillite assigna la banque en restitution de ces actions, prétendant qu'elle n'avait droit qu'à un dividende dans la faillite et la Cour Suprême des Etats-Unis, confirmant les jugements des juridiction inférieures, fit droit à la demande du syndic et statua en ces termes :

« Une convention par laquelle une banque avance à un broker des sommes destinées à régler le prix d'achat de certains titres qui ne sont pas spécifiés dans la convention, ne crée pas, en cas d'insolvabilité de l'emprunteur, un droit de préférence au profit de la banque sur les titres ou sur leur prix, et la livraison de ceux-ci à la banque, effectuée après l'insolvabilité du broker, est considérée comme frauduleuse à l'égard des droits des créanciers. »

Depuis cette décision la « lien law » (loi des privilèges)² de l'Etat de New-York a été complètement modifiée pour permettre à une banque d'obtenir un privilège sur les titres, dans le cas où elle a fait l'avance de fonds au broker destinés à lui faciliter le règlement de ces titres.

1. Cette procédure est très rapide aux États-Unis où elle est analogue aux assignations en référé d'heure à heure au Tribunal Civil de la Seine.

2. *Lien Law*, loi statutaire de l'État de New-York.

Afin que la banque jouisse du privilège, la « Lien law » exige que la convention de prêt contienne certaines clauses :

Il faut qu'il existe une convention écrite entre le prêteur et l'emprunteur dans laquelle il soit fait mention des conditions du prêt ainsi que de l'existence du privilège.

Les titres sur lesquels le privilège s'exerce doivent être délivrés au prêteur le jour même du prêt et, si cette livraison n'a pas lieu, le contrat de prêt, en une copie certifiée conforme doit être enregistré le lendemain du jour du prêt pour acquérir date certaine.

Le privilège de la banque, valable à l'égard des créanciers de la faillite, ne l'est pas à l'encontre des acquéreurs ou créanciers nantis de bonne foi des titres, lorsqu'ils sont en possession de ceux-ci. Les Tribunaux ont fait une première application de cette règle en 1918. Voici traduite la convention de prêt que le Tribunal dut interpréter¹ :

New-York 1^{er} juillet 1918.

« Par la présente, les soussignés reconnaissent avoir
« contracté auprès de la Continental Bank of New-York,
« aux termes et conditions ci-dessous énoncées, une
« avance en compte-courant de cinquante mille dollars
« (50.000 dollars) dont le montant devra être remboursé

1. *In re* Perpall, 261 Fed 858 confirmé par la Cour Suprême 251 U.S., 561.

« au plus tard, avant la fin de ce jour. Ladite avance ne
 « devra servir qu'à l'un des deux usages suivants (ou aux
 « deux en même temps) : acquitter, en tout ou en partie,
 « le prix d'achat de certains titres que les soussignés se
 « sont engagés à acheter et à lever ; ou bien rembourser,
 « en tout ou en partie, un ou plusieurs autres emprunts
 « précédemment consentis aux soussignés, rembourse-
 « ment permettant à ces derniers de dégager certains
 « titres remis en nantissement pour gager le ou lesdits
 « emprunts. Les soussignés, agissant comme consigna-
 « taires de la Continental Bank of New-York et mis en
 « possession des titres susmentionnés, les lui livreront ou
 « les lui feront livrer, en garantie de la présente avance,
 « avant la fin de ce jour, à moins que ladite avance n'ait
 « été remboursée entre temps. Les soussignés peuvent,
 « cependant, avant la fin du jour, vendre ou transférer,
 « donner en nantissement en garantie d'une autre avance
 « obtenue ailleurs, ou échanger contre d'autres titres,
 « tout ou partie, desdits titres ci-dessus mentionnés.
 « Mais il reste entendu que les sommes provenant de
 « telles ventes, transferts ou avances sur titres, reçues
 « par les soussignés agissant comme consignataires de la
 « Banque, seront remises, toujours avant la fin du jour,
 « par ces derniers à ladite banque, qui en créditera leur
 « compte, jusqu'à extinction de leur avance. Quant aux
 « titres reçus en échange par les soussignés, ils seront, à
 « tous égards, soumis aux mêmes droits de la banque que
 « les titres ci-dessus mentionnés contre lesquels ils auront
 « été échangés.

« Les soussignés cèdent par les présentes, à la Banque
 « ou à ses successeurs ou ayants cause tous leurs droits
 « sur les titres susmentionnés, ou tous les droits qu'ils
 « peuvent avoir actuellement ou qu'ils pourront acquérir

« pendant la journée, contre des tiers, relativement au
« règlement du prix (ou au solde dudit règlement) de
« celui ou de ceux desdits titres qu'ils auraient vendus.
« Ces droits s'étendent même au cas où les tiers en ques-
« tion seraient des clients des soussignés.

« Aucune des clauses ci-dessus ne pourra être inter-
« prétée comme devant diminuer en quoi que ce soit la
« responsabilité des soussignés, vis-à-vis de la banque,
« résultant de l'emprunt faisant l'objet de ce contrat,
« ni réduire l'effet d'un contrat général de nantissement
« qui aurait été signé par les soussignés, ni donner aux
« soussignés la possibilité de créer aucune obligation
« à remplir par la banque' »

CLARENCE C. PERPALL & C^{ie}

Nous avons reproduit cette convention car elle fut déclarée valable, par la Cour fédérale de New-York, et a servi, depuis, de modèle aux contrats du même genre qui se font journellement à New-York.

CHAPITRE IV

LA LEGISLATION DU TAUX DE L'INTERET

La législation du taux de l'intérêt aux Etats-Unis n'est pas du domaine de l'Etat Fédéral. Jusqu'à présent les lois concernant les taux d'intérêt ont été établies par les assemblées législatives des Etats et les législateurs ont été guidés beaucoup plus par les besoins locaux de leur Etat que par le souci d'uniformité dans la législation.

Un coup d'œil jeté sur les tableaux 1 et 2 permettra aux lecteurs d'apprécier, selon les Etats, les différences du taux d'intérêt maximum « Lawful interest » et du taux d'intérêt légal « Legal interest ». On notera qu'un des Etats, celui du Colorado, n'a ni intérêt maximum ni intérêt légal pour les prêts supérieurs à 300 dollars, et que trois autres Etats, ceux du Maine, du Massachusetts et du New-Hampshire, n'ont pas de taux d'intérêt maximum.

Aux Etats-Unis le système juridique concernant le taux d'intérêt est essentiellement celui du droit commun. Les lois sont assez rares et la jurisprudence y est très abondante, aussi aurons-nous, au cours de ce chapitre, à examiner en détail, un certain nombre de procès célèbres (« Leading cases ») et à étudier les jugements des tribunaux qui ont sanctionné ces procès.

TABLEAU I

**Taux maximum d'intérêt
des différents Etats**

	%		%
Arizona	10	Montana	10
Arkansas	10	Nebraska	10
California	12	Nevada	12
Colorado		New Mexico	10
Pas de taux maximum pour les prêts supérieurs à 300 dollars ; en dessous	12	New-York	6
Connecticut	12	North Dakota	10
District of Columbia	8	Ohio	8
Florida	10	Oklahoma	10
Georgia	8	Oregon	10
Idaho	10	Rhode Island	30
Illinois	7	South Carolina	8
Indiana	8	South Dakota	10
Iowa	8	Tennessee	8
Kansas	10	Texas	10
Louisiana	8	Utah	12
Michigan	7	Washington	12
Minnesota	8	Wisconsin	10
Mississippi	8	Wyoming	10
Missouri	6	Maine..... pas de taux maximum	
		Massachusetts..... id.	
		New Hampshire ... id.	

TABLEAU II

**Taux légal d'intérêt
des différents Etats**

	%		%
Alabama	8	Nebraska	7
Arizona	6	Nevada	7
Arkansas	6	New Hampshire	6
California	7	New Jersey	6
Connecticut	6	New Mexico	6
Delaware	6	New-York	6
District of Columbia	6	North Carolina	6
Florida	8	North Dakota	6
Georgia	7	Ohio	6
Idaho	7	Oklahoma	6
Illinois	5	Oregon	6
Indiana	6	Pennsylvania	6
Iowa	6	Rhode Island	6
Kansas	6	South Carolina	7
Kentucky	6	South Dakota	7
Lousiana	5	Tennessee	6
Maine	6	Texas	6
Maryland	6	Utah	8
Massachusetts	6	Vermont	6
Michigan	5	Virginia	6
Minnesota	6	Washington	6
Mississippi	6	West Virginia	6
Missouri	6	Wisconsin	6
Montana	8	Wyoming	7

Nous allons particulièrement étudier la législation concernant le taux de l'intérêt dans l'état de New-York, puisque c'est dans celui-ci que le volume des emprunts sur titres est de beaucoup le plus fort. Les lois régissant le taux d'intérêt et établissant le délit d'usure y sont comme nous le verrons assez sévères.

L'usure dans l'état de New-York est régie par les « lois générales du commerce » (General Business Law) et aussi par la « loi bancaire » (Banking Law). Cette dernière, postérieure de quelques années à la promulgation des

lois générales du commerce est venue modifier celles-ci quelque peu. Remarquons en passant, pour y revenir plus tard, que « les National Banks¹ » ne sont pas régies par les lois des Etats, mais par la législation fédérale. La première loi citée stipule que² :

« Le taux de l'intérêt pour un emprunt en espèces sauf dans des cas spécifiques prévus par la loi, sera de 6 dollars pour 100 dollars et pour une période d'une année, et ce même taux sera appliqué à un emprunt portant sur une somme plus ou moins grande et contracté pour une période de temps plus ou moins longue. »

Avant le 1^{er} janvier 1880, le taux d'intérêt légal dans l'Etat de New-York était de 7%, mais l'année suivante le chapitre 538 des dispositions législatives de 1879 prit force de loi et le taux fut abaissé à 6%. Il fut néanmoins spécifié dans la loi qu'aucune disposition ne devait être interprétée comme devant modifier un contrat ou une obligation ayant pris naissance avant la promulgation de la loi.

Dans le procès de Reese contre Rutherford³, le demandeur réclamait en justice l'intérêt d'un solde de compte qui lui était dû en qualité d'associé d'une société de personnes. La décision du juge ne lui accorde un intérêt de 7% que pour la période de temps antérieure au

1. Banques ayant un statut spécial et dont le fonctionnement n'est pas contrôlé par les autorités des États.

2. General Business Law, paragraphe 25, § 370.

3. Reese contre Rutherford, 90 N.Y., 644 (1882).

1^{er} janvier 1880 et un intérêt de 6% postérieurement à cette date.

Dans un second procès de Sanders contre Lake Shore et al. R.R. C¹¹, le demandeur réclamait la condamnation d'une Compagnie de chemin de fer au paiement de dividendes sur certaines actions privilégiées, payables avant le 1^{er} janvier 1880. Le Tribunal décida que le demandeur avait droit à un intérêt de 7% jusqu'à cette date et de 6% par la suite.

Le paiement d'un intérêt n'est autorisé par la loi que lorsqu'il existe un contrat exprès ou tacite stipulant qu'une certaine somme sera payée soit à titre d'intérêt soit à titre de dommages pour le non-paiement d'une somme due. Dans le cas où le taux d'intérêt n'a pas été déterminé par les parties, le taux applicable sera celui de l'intérêt légal dans l'Etat où a lieu l'exécution du contrat.

Lorsqu'aucune clause n'a prévu le paiement d'une somme quelconque à titre d'intérêt, les Tribunaux estiment que le créancier a, par là même, renoncé au droit de percevoir tout intérêt. Par conséquent, le créancier est toujours en droit d'exiger le paiement de l'intérêt qui lui est dû, même après avoir reçu le remboursement de sa créance en principal, mais cela à condition que la clause d'intérêt ait été spécialement mentionnée dans le contrat. (Smith c. Buffalo)².

1. Sanders contre Lake Shore et. al. RR. Co. 94. N.Y. 641 (1883).

2. Smith contre Buffalo 39, N.Y. Supp. 881 (1896).

Le but recherché par le législateur en limitant le taux d'intérêt est d'empêcher l'usure. Aussi, après le § n° 7, des « lois générales du commerce » que nous avons citées plus haut, nous trouvons celui qui se rapporte à la prohibition de l'usure :

« Aucune personne, individu ou Société, soit directement, soit indirectement, ne pourra prendre ou recevoir une somme d'argent, marchandises etc... à titre d'intérêt d'un prêt, à un taux supérieur à celui qui est stipulé ci-dessus¹ ».

L'usure n'est pas aujourd'hui considérée comme un délit en elle-même, ou « *malum in se* ». Aussi, pour établir la faute d'usure, il sera nécessaire de trouver un texte exprès de loi. Ce point a été établi lors du procès de Rosa contre Butterfield². Le défendeur pourra aussi au cours d'un procès se prévaloir contre le demandeur de l'exception d'usure³.

Dans le jugement rendu lors du procès de Wilkie contre Roosevelt⁴, nous trouvons une définition de l'usure :

« L'usure consiste dans le fait d'exiger ou de prendre un taux d'intérêt sur une somme d'argent supérieur à celui qui est autorisé par la loi ».

Il n'est pas nécessaire que l'argent soit prêté en fait pour que le délit d'usure existe. Toutes les manœuvres de la part de l'une des parties pour obtenir de l'autre un

1. General Business Law, § 371 de l'article 25.

2. Rosa contre Butterfield 33, N.Y., 665.

3. Cette exception doit être soulevée « *in limine litis* ».

4. Applied Business Finance.

taux d'intérêt supérieur à l'intérêt légal seront considérées comme délictuelles.

La loi de l'Etat de New-York stipule que toute personne s'efforçant d'obtenir un intérêt supérieur à 6 % encourra le risque de perdre le principal de la somme prêtée aussi bien que le revenu — On voit ainsi que par cette disposition sévère, le législateur a tenté d'empêcher tous les moyens ou subterfuges pratiqués par un créancier contre son débiteur en vue d'obtenir de celui-ci un taux d'intérêt supérieur au taux maximum autorisé. Les principaux moyens par lesquels le créancier cherche à éviter l'application des lois d'usure sont la stipulation d'honoraires, la fixation d'une certaine prime, ou bien encore le paiement par le débiteur de certains frais ou de certaines dépenses.

Il est facile de se rendre compte qu'une législation aussi stricte ne peut guère s'accorder avec des rapports d'affaires aussi complexes et aussi élastiques que ceux qui naissent quotidiennement entre banques, agents de change et leurs clients.

Dans les dernières années du XIX^e siècle ces dispositions législatives ont été appliquées à la lettre, mais par la suite les différents Tribunaux de l'Etat de New-York se sont rapidement rendu compte des besoins particuliers d'une certaine partie du public et d'une importante branche du commerce qui subissaient les effets de l'application de ces lois sur le taux d'intérêt. Le taux exigé de son client par un agent de change dépend fré-

quement de celui que ce dernier doit payer lui-même.

Il était donc injuste de lui interdire, sous peine d'une sanction sévère, de réclamer à son client, sous forme d'intérêt, le remboursement des sommes qu'il payait pour le compte de celui-ci. Il est même normal qu'afin de se dédommager de ses services, il puisse, en outre, exiger de son client le paiement d'une commission.

Il est intéressant de noter que certains jugements rendus par des Cours Fédérales ont critiqué assez sévèrement les conséquences de la législation de l'Etat de New-York sur le taux d'intérêt :

« Si nous considérons, ont dit les juges fédéraux dans le procès Fishel¹, l'attitude de la plupart des Etats et celle des autres pays à ce sujet, la législation de l'Etat de New-York nous paraît archaïque mais cela ne doit en aucune façon influencer le Tribunal dans les décisions qu'il doit rendre. »

Dans le procès de Wilde², les mêmes juges fédéraux ont déclaré que :

« Les dispositions des lois de New-York concernant l'usure, qui prévoient comme sanction la perte par le créancier du principal prêté, sont si sévères, que les Tribunaux de l'Etat de New-York ont souvent interprété très restrictivement la loi de façon à éviter des injustices par trop évidentes. Naturellement le Tribunal doit suivre les règles déjà établies par les Tribunaux d'Etats dans son interprétation des lois de l'Etat. »

1. In re Fishel 192, Fed. 412 (1911).

2. In re Wilde 133, Fed. 562 (1904).

Il convient ici de citer un autre point de droit qui paraît définitivement établi :

« La partie contractante, qui essaie de se soustraire à un engagement, alléguant l'usure, doit prouver non seulement l'intention usuraire du créancier mais également les faits dont les Tribunaux peuvent déduire cette intention¹ ».

Avant de passer à l'examen des modifications plus ou moins récentes qui ont adouci les lois sur l'usure dans l'Etat de New-York en tant que s'appliquant aux sociétés, aux Agents de change et à certains individus, nous allons examiner certains cas d'applications particulières de ces lois qui nous sont fournis par des décisions assez récentes des Tribunaux.

1. — *Conflits de lois.*

Un habitant de l'Etat de New-York peut contracter un engagement dans un autre Etat, valable dans celui-ci, bien qu'il ne soit pas considéré comme tel par la législation de l'Etat de New-York. Il a, en outre, le droit, tout en demeurant dans l'Etat de New-York, de donner une procuration autorisant un mandataire résidant dans un autre Etat, à conclure valablement pour son compte un tel contrat.

1. Valentine contre Conner 40 N.Y. 248 (1869). — Spain contre Talcott, 165, App. Div. 815 (1915). — Hawkins contre Maxwell 156 App. Div. 31 (1913); *aff'd* 215, N.Y. 673.

2. — *Prêts contractés dans un Etat et remboursés dans un autre.*

La validité d'un prêt contracté dans un Etat est déterminée par les lois de cet Etat, même lorsqu'une clause du contrat stipule que le remboursement devra avoir lieu dans un autre Etat, excepté dans le cas où une telle clause n'aurait été insérée par une des parties contractantes dans le contrat que dans le seul but d'échapper à une loi sur l'usure de l'Etat où le remboursement devait être affectué. Ce point a été clairement mis en évidence par le procès de la compagnie de la Western Transportation contre Kilderhouse¹.

3. — *Situation découlant d'un contrat rédigé et exécuté dans un Etat lorsque le gage est délivré dans un autre.*

Lorsqu'un contrat est rédigé dans un Etat les lois de cet Etat sur l'usure régissent toujours le contrat bien que le nantissement soit effectué dans un autre.

4. — *Cas où les fonds restent déposés chez le créancier.*

Un contrat de prêt ne devient pas nécessairement usuraire du fait qu'une convention distincte intervient entre les parties spécifiant que tout ou seulement partie des fonds seront déposés chez le prêteur.

1. Western Transportation contre Kilderhouse 87 N.Y. 430 (1882).

5. — *Manœuvres en vue d'obtenir un taux
d'intérêt excessif.*

Pour qu'il y ait délit d'usure il doit toujours y avoir un fait ou une intention malhonnête chez le créancier. Les « lois générales sur le commerce » stipulant que toutes personnes ou leurs préposées qui auront versé, pour un prêt d'argent, une somme ou une valeur quelconque supérieure à celle que la loi autorise pourront recouvrer la somme d'argent ainsi payée en excès, à condition que l'action judiciaire soit commencée avant le délai d'un an après que le paiement a été effectué. Si une telle action en justice n'a pas été intentée dans le délai prescrit ou poursuivie sans interruption de procédure après cette période, ladite somme perçue par le créancier ne pourra être réclamée que comme dommages et intérêts et recouvrée, ainsi que les frais de procès, que pendant une période de trois années à dater du moment où le paiement a été effectué¹.

Le paragraphe suivant de la loi déclare que tout contrat usuraire est nul².

L'article 25 interdit aux sociétés de se prévaloir de cette disposition. Le terme de société comprend toutes sociétés en fait ou sociétés à responsabilité limitée possédant les privilèges des sociétés anonymes. La conséquence de cette clause est l'abolition, en fait, de l'application des lois sur l'usure lorsqu'une société se trouve emprunteuse. Cette disposition fut appliquée pour la

1. General Business Law, § 372, de l'article 25.

2. General Business Law, § 373, de l'article 25.

première fois lors des procès de Mac Quoid c. Queens Estates et Belmont Branch Bank c. Hoge¹.

Lors du procès de la Merchants Exchange National Bank c. la Commercial Warehouse Co² le Tribunal déclara que l'origine de cette loi était le désir des législateurs d'empêcher qu'une société ne répudie un contrat signé par elle en alléguant que celui-ci avait été fait en violation des lois sur l'usure. Une société ne peut donc, aujourd'hui, dans l'Etat de New York, se soustraire aux paiements de ses propres engagements en raison du fait qu'ils ont été contractés à un taux d'intérêt plus élevé que le taux maximum permis par la loi.

Des sanctions sévères ont été prévues par la loi contre les usuriers. L'article 25 prévoit que toute personne qui aurait payé un intérêt soit en argent soit en marchandise sur un prêt usuraire ne pourra être responsable d'aucune faute qu'elle aurait pu commettre pendant la durée du prêt. Le même article prévoit également qu'un emprunteur peut soutenir une action en justice avant de recouvrer tout titre mis en gage même si le prêteur lui a remboursé l'intérêt en excès du taux légal qu'il a perçu.

Nous avons signalé plus haut combien était difficile l'application stricte de ces lois sur l'usure à une catégorie de personnes dont les transactions financières se font

1. Mac Quoid contre Queens Estates 143 App. Div. 134 (1911). — Belmont Branch Bank contre Hoge 35, N.Y. 65.

2. Merchants Exchange National Bank contre Commercial Warehouse Co, N.Y., 635 (1872).

à des taux d'intérêts très variables et parfois assez élevés. C'est le cas des agents de change, des banques et de leurs clients.

L'article 25 des « lois générales du commerce » exempte les banques et les agents de change des restrictions légales sur l'usure toutes les fois que l'intérêt en excès du taux maximum permis par la loi a été convenu à l'avance et consigné par écrit. Voici traduit ce texte important¹.

« Dans tous les cas où des avances de sommes d'argent remboursables sur demande et d'un montant minimum de 5000 dollars seront faites sur des récépissés-warrants, des connaissements, des titres, des certificats de dépôts, des lettres de change, ou sur tous autres titres négociables, il sera permis aux créanciers de recevoir et de percevoir à titre de compensation de ces avances et à titre d'intérêt toute somme qui aura été fixée par écrit d'un commun accord entre les parties ».

Comme on le voit, cette loi ne s'applique pas spécifiquement à une catégorie quelconque d'emprunteurs ou de prêteurs, mais la rédaction de l'article fait que celui-ci ne s'applique guère qu'aux agents de change et aux banques. En effet, peu de prêts de cette nature se chiffrant à plus de 5000 dollars se contractent aux Etats-Unis entre de simples particuliers.

Si nous examinons le texte de la loi nous arrivons à la conclusion que c'est le montant de la somme indiquée

1. General Business Law, § 379 de l'article 25.

par le législateur, à savoir 5000 dollars, qui constitue la disposition importante du texte. Si, par négligence, les parties contractantes omettent de consigner par écrit le taux d'intérêt fixé, le contrat de prêt ne devient pas, de ce fait, usuraire ; la seule conséquence de l'omission est d'empêcher les prêteurs de recevoir un taux d'intérêt supérieur à 6 %. Mais il arrive parfois que le client d'un agent de change de New York soit amené à emprunter une somme sans savoir exactement quel taux il devra servir à son créancier. Il a été décidé par la jurisprudence des tribunaux de New York que le renouvellement d'une dette à un taux usuraire lorsque celle-ci avait été contractée à un taux inférieur au taux d'intérêt maximum permis par la loi, n'était en aucune façon en violation des lois sur l'usure.

En règle générale, dans le cas que nous étudions, nous pouvons dire que toute transaction non usuraire à son commencement ne peut être rendue telle par un acte quelconque postérieur.

Dans la pratique nous trouvons un grand nombre de contrats de prêts entre clients et agents de change dans lesquels ces derniers spécifient un taux d'intérêt maximum et y ajoutent une commission en dédommagement de leurs services. Cette clause a toujours été validée par les tribunaux lorsque celle-ci avait été explicite et consignée par écrit, mais dans l'état actuel de la jurisprudence il nous serait difficile d'affirmer si oui ou non une clause simplement orale de ce genre serait déclarée valable ;

toutefois en règle générale les tribunaux ont toujours une tendance à favoriser les agents de change dans les cas où la seule accusation portée contre eux est d'avoir exigé un taux d'intérêt supérieur à 6 %. Les tribunaux ont établi la théorie que c'était toujours au débiteur de prouver une intention frauduleuse de la part du créancier. Cette preuve est parfois difficile à fournir.

Il n'est plus question depuis les récentes décisions des tribunaux de New York de limitation du taux d'intérêt lorsque l'agent de change agit en tant que représentant de son client ; il a alors le droit d'exiger de celui-ci tout taux d'intérêt que lui-même est obligé de payer pour se procurer les fonds empruntés. Le client évidemment doit être tenu au courant, par un relevé de compte, des négociations de l'agent de change entreprises par celui-ci pour son compte. Lorsque ce relevé de compte est contesté par le client pour dissimulation ou fraude, il ne fait pas preuve de la bonne foi de l'agent de change et celui-ci, pour établir son droit à percevoir l'intérêt excessif, doit se défendre par tous les moyens contre les allégations du client.

La « Banking Law » est venue modifier dans certaines de ses dispositions la « loi générale du commerce » que nous venons d'étudier. L'intention du législateur en 1870, lors de la promulgation de cette loi qui ne devait s'appliquer qu'aux banques d'Etats¹, n'était pas de placer celles-ci en dehors du champ d'application des lois

1. Banques qui sont régies par les lois des États.

sur l'usure déjà existantes. La « Banking Law » prévoyait que toute personne qui rembourserait à un prêteur des sommes à un taux supérieur au taux légal aurait le droit de recouvrer en justice contre ce prêteur deux fois le montant de la somme totale avancée.

En 1909, au contraire, le législateur introduisit certaines modifications à la « Banking Law » plaçant nettement les banques d'Etats en dehors du champ d'application des lois sur l'usure. Il nous reste donc à examiner dans quelle mesure les dispositions de la « loi générale du commerce » ont été modifiées à cette date par la « Banking Law ».

Jusqu'à l'année 1910 un doute subista sur le point de savoir si on devait appliquer aux banques d'Etats, dans les questions relatives à l'usure, les modifications apportées par la loi de 1909 de préférence aux dispositions de la « General Business Law¹ ». Cette question fut tranchée définitivement par l'affirmative, en 1910, lors du procès de *People contre Young*².

L'art. 114 de la loi de 1909 prévoit contre les banques exigeant un taux usuraire la même sanction que celle qui était prévue dans la loi de 1870 — Cet article stipule que la sanction de l'usure sera la condamnation du prêteur au remboursement d'une somme égale à deux fois le total de la somme prêtée — On doit toutefois signaler

1. General Business Law, art. 370 et suivants.

2. *People c. Young*, 153, App. Div. 567 (1912) ; affd. 207, N. Y., 522.

qu'un titre négociable quelconque peut être escompté sur une autre place que celle où ce titre est payable à un taux d'intérêt supérieur au taux légal si ce taux représente le taux normal d'escompte du lieu où celui-ci est pratiqué. L'intention du législateur en insérant cette disposition dans la loi a été de placer les banques d'Etats sur un pied d'égalité avec les « National Banks » relativement aux opérations de l'escompte du papier commercial.

Pour comprendre ce souci d'équité il faut se dire qu'aux Etats-Unis les « National Banks » ne sont pas soumises aux législations particulières des Etats dans lesquels elles opèrent. Une « National Bank » traitant des affaires à New-York ne sera donc pas soumise aux dispositions de la « Loi générale du commerce » que nous venons d'étudier mais à celles du « National Bank act¹ » applicable dans tous les Etats aux « National Banks ».

Un court exposé historique de la législation nous fera voir que les tribunaux sont arrivés à appliquer, en ce qui concerne l'usure, sensiblement les mêmes règles aux banques d'Etats qu'aux « National Banks ». Le « National Banking Act » de 1864 ou loi régissant les « National Banks », fut interprété par les Tribunaux, en ce qui concerne l'usure, comme ne s'appliquant aux « National Banks » que dans les Etats et les territoires des Etats-Unis où les lois locales étaient muettes à ce sujet. Quelques années plus tard, lors du procès de la Whitehall

1. « Act qui ne s'applique dans les Etats qu'aux banques Nationales.

First National Bank contre Lamb¹, la jurisprudence se modifia radicalement. Il fut alors décidé que partout aux Etats-Unis on appliquerait aux « National Banks » les dispositions de la « National Banking Law » et non pas la loi de chaque Etat.

Bientôt les juges et les législateurs s'aperçurent du désavantage que subissaient les banques d'Etats par rapport aux « National Banks » du fait de cette nouvelle interprétation du « National Banking Act » ; mais ce n'est, comme nous l'avons vu plus haut, que lors de la promulgation des dispositions modificatives de la « Banking Law » en 1909 que les « State Banks² » et les « National Banks, » purent jouir des mêmes libertés en ce qui concerne le taux d'intérêt — Le § 115 de cette loi établit cette identité de situation entre les « Banques d'Etats » et les « National Banks ». Ce paragraphe stipule que le taux d'intérêt sera libre lorsque le prêt sera supérieur à 5.000 dollars, quand il sera remboursable sur demande, et que la clause stipulant cet intérêt sera rédigé par écrit.

Ce texte de la « Banking Law » modifie par conséquent, dans certains cas, les dispositilns de la « loi générale du commerce ». Du moins telle est la conclusion à laquelle les Tribunaux sont arrivés au cours des deux procès qui ont eu une grande influence dans l'orientation de la jurisprudence, ceux de People contre Young et Hawley contre Kountze³.

2. Whitehall National Bank c. Lamb., 50 N.Y. 95.

2. Banques d'Etats.

3. Hawley c. Kountze (1896). 6. App. Div. 217.

Comme nous venons de le voir, la législation de l'usure a commencé dans l'Etat de New-York par être assez sévère mais à mesure que les affaires modernes se sont développées, que le financement de celles-ci a donné naissance au vaste marché de Wall Street, que les prêts sur titres ont augmenté chaque année, on s'est aperçu que les rapports entre emprunteurs et banques prêteuses exigeaient un adoucissement de ces lois.

Dans le procès de Hawley contre Kountze le demandeur Hawley avait emprunté au défendeur, la société Kountze Bros..., la somme de 15.000 dollars, en s'engageant à rembourser le prêt sur la demande de celle-ci ainsi qu'un intérêt de 6% . A titre de gage l'emprunteur remit à la Société 14 actions de la « Cataract General Electric Company » et accorda à la société une option sur quatre de ces actions au prix de deux mille dollars chacune. Le demandeur alléguait que ces quatre actions avaient une valeur supérieure à deux mille dollars chacune au moment du prêt et que celui-ci devenait donc usuraire. La Cour d'Appel rappela que les prêts remboursables sur demande au-dessus de 5.000 dollars étaient à intérêt libre lorsque le contrat était rédigé par écrit.

C'est ainsi qu'aujourd'hui le taux des emprunts sur titres contractés le plus souvent par écrit et pour une somme supérieure à 5.000 dollars est absolument libre.

CHAPITRE V

LES IMPOTS SUR L'INTERET DES SOMMES PRÊTÉES

On sait qu'il n'existe pas aux Etats-Unis d'impôts cédulaires sur les différentes catégories de revenus. Les intérêts des sommes prêtées sur le marché, de même que les intérêts crédités en comptes courants dans les banques, ou les dividendes encaissés, y sont donc exempts de tout impôt. Ils sont simplement incorporés à la déclaration globale que tout individu ou société est obligé de faire annuellement, pour servir de base au calcul de son impôt général sur le revenu.

Mais nous avons vu que les grandes banques de New-York plaçaient quelquefois en « call loans » sur l'ordre de leurs clients étrangers les sommes déposées par ceux-ci chez elles.

Que les fonds destinés à être prêtés proviennent d'Europe ou d'Amérique, les opérations du prêt se déroulent

exactement de la même façon : sur la demande du client la banque débite son compte de la somme à prêter et effectue le prêt en qualité de mandataire du client ; elle reçoit ensuite l'intérêt, en donne décharge au débiteur, et crédite le compte du client du montant de l'intérêt et du principal une fois que celui-ci a été remboursé ; elle déduit enfin la commission qui lui revient. Celle-ci s'élève à 5 % du montant total de l'intérêt reçu lorsqu'il s'agit d'une société prêteuse et à 0,5 % lorsque ce sont de simples particuliers ayant des comptes dans la banque.

Evidemment, comme nous allons le voir, les membres de la New-York Clearing Association ont décidé de ne plus faire d'avances aux « brokers » pour le compte de « clients non banquiers ». Mais ils continuent, comme par le passé, à faire des prêts « pour le compte de banques du dehors », catégorie qui comprend toutes les banques étrangères. En outre, quelque difficulté qu'éprouvent dorénavant les clients étrangers non banquiers à placer leurs capitaux sur le marché des avances sur titres, il est indubitable que la règle subira quelques exceptions.

Une question qui nous paraît donc intéressante à examiner parce qu'elle n'a pas été encore définitivement résolue est celle de savoir si ces sommes prêtées par les banques, les sociétés et les individus étrangers sur le marché de New-York sont passibles des mêmes impôts que ceux acquittés par les sociétés et les individus de nationalité américaine établis dans l'Etat de New-York et aussi celle de savoir si les banques de New-York qui

1. Voir 3^e partie, chap. IV « Les Prêteurs et l'évolution de la crise ».

agissent en qualité de mandataire ou d'agent d'affaires de leurs clients étrangers sont responsables vis-à-vis des autorités fiscales fédérales du paiement de ces impôts.

Le § 13 de la loi fiscale fédérale¹ promulguée en 1928 assujettit à l'impôt général sur le revenu (impôt fixe de 12% du revenu net) toutes les sociétés de quelque nature qu'elles soient et les § 11 et 12 de la même loi assujettissent tous les individus à l'impôt général sur le revenu (impôt progressif suivant un barème analogue à certains systèmes d'imposition français). Le § 231 donne une définition complète du revenu brut des sociétés étrangères et le § 212 définit ce qu'il faut entendre par revenu brut des personnes domiciliées à l'étranger et tirant leur revenu des Etats-Unis. Les § 213, et 232 enfin énumèrent les dégrèvements possibles.

Il semblerait donc pour le moins équitable que les sociétés et les individus étrangers soient passibles vis-à-vis des autorités fiscales fédérales des Etats-Unis de l'impôt sur l'intérêt des sommes prêtées par eux sur le marché de New-York.

En règle générale les étrangers sont tenus, lorsqu'ils possèdent un revenu quelconque aux Etats-Unis, de remplir chaque année au mois de février une déclaration d'impôt (§ 51 et 52 de la loi).

Outre ces dispositions, les lois fiscales imposent certaines obligations relatives au paiement de l'impôt « à la source » et aux déclarations qui doivent être faites par

1. Federal Tax Law'.

certain mandataires pour permettre l'imposition fédérale. (§ 144, et 148 de la loi). Mais, dans le cas énoncé au début de ce chapitre, d'une banque faisant des avances pour le compte d'autrui on peut se demander si le paiement effectué par elle de l'impôt « à la source » est obligatoire. La banque n'est pas ici le « payeur originaire » de l'intérêt (« original payer ») c'est l'emprunteur qui joue ce rôle ; mais il convient toutefois de noter que ce dernier ignore le caractère « d'étranger » de son prêteur car il ne le connaît pas. Il n'entre toujours en rapport qu'avec son mandataire qui lui a consenti le prêt (la banque américaine en l'espèce). Il semble donc que les autorités fiscales seraient en droit, d'après les textes, d'exiger dans le cas que nous étudions le paiement de l'impôt « à la source ».

La loi exige de plus que des déclarations complètes soient remplies « par toutes les personnes, banques et sociétés faisant à autrui des paiements, sous forme de revenus, supérieurs à 1500 dollars par an. » Ces personnes, banques ou sociétés devront donc remplir de telles déclarations et ainsi les autorités fiscales auront le moyen de vérifier la sincérité des déclarations des sociétés et des individus qui reçoivent ces revenus.

Il existe une autre exigence fiscale établie sous la forme d'un « règlement » mais qui a autant de force que la loi elle-même. Cette exigence est contenue dans les art. 624 et 404 du règlement n° 69 de l'année 1926 — Ces articles ont été intégralement reproduits dans les règlements de l'année 1928 aujourd'hui encore en vigueur.

L'art. 624 prévoit que toute société étrangère tirant son revenu des Etats-Unis doit remplir une déclaration d'impôts et si la société ne possède pas de filiale à New-York mais simplement un agent ou un représentant général c'est à celui-ci qu'incombera ce soin.

L'art. 404 prévoit que tout individu devra faire de même et se termine par ces termes que nous avons traduits :

« Les représentants responsables, mandataires ou gérants d'affaires des étrangers domiciliés dans des pays étrangers, devront remplir des déclarations indiquant les sources de revenu des dits étrangers ; ils devront également payer toutes taxes, surtaxes, impôts calculés sur le revenu reçu par eux pour le compte de leurs mandants dans tous les cas où les taxes, surtaxes, impôts », entre leurs mains ou sous leur contrôle, n'auront pas été retenus « à la source ». Le contrat de mandat ou de gestion d'affaires déterminera dans quelle mesure le mandataire ou gérant d'affaires sera substitué au mandant ou géré pour le paiement de ces taxes, surtaxes et impôts.

Ainsi donc lorsque la banque de New-York joue le rôle de mandataire d'un déposant quelconque étranger dans la constitution de prêts, le recouvrement de l'intérêt y afférent et le transfert de cet intérêt au prêteur étranger, il semble qu'elle soit tenue par le règlement de fournir des déclarations aux autorités fiscales et de payer les impôts relatifs aux sommes d'intérêts qui passent entre ses mains.

Les banques américaines qui passeraient outre à ces exigences fiscales pourraient être l'objet de sanctions très graves au cas où les autorités fédérales seraient amenées à prendre connaissance des infractions commises.

Les deux impôts que nous avons décrits, le premier fixe, qui frappe, le revenu des sociétés (12 % du total du revenu) le second progressif, frappant le revenu des individus sont les seuls qui existent jusqu'à ce jour sur l'intérêt des sommes prêtées sur le marché de l'argent de New-York.

Nous en avons ainsi terminé avec l'étude des caractères pratiques et juridiques des emprunts sur titres et de leur marché. Si l'on pense aux complications que créent les emprunts sur titres en France où l'on exige encore tant de formalités pour la validité du contrat, on ne peut qu'être frappé de la grande simplicité du système américain. On voit combien il est facile à une banque, à un particulier ou à une société de se procurer aux Etats Unis, moyennant de bons titres, un crédit souvent indispensable au développement d'une affaire.

TROISIÈME PARTIE

**HISTOIRE ÉCONOMIQUE DES PRÊTS
SUR TITRES A VUE**

CHAPITRE I

LA CRÉATION DU « FEDERAL RESERVE SYSTEM » ET LA GUERRE DE 1914-1918.

Afin de bien comprendre le fonctionnement du marché de l'argent et des prêts à vue, il nous faudra dans ce chapitre préliminaire étudier les imperfections du système avant l'institution de la Federal Reserve et pendant la guerre 1914-1918; cela nous permettra d'apprécier davantage les modifications et les créations qui, plus récemment, ont contribué à faciliter les opérations du New-York Call Money Market et a en élargir considérablement les affaires.

Nous pouvons presque confondre l'époque de la mise en application du Federal Reserve System et le commencement de la guerre de 1914-1918, car l'institution de centralisation et de contrôle des banques, créée en 1913, n'a réellement commencé à fonctionner que pendant

les premiers mois des hostilités. C'est elle qui pour une grande part a contribué à intensifier, à coordonner et à régler l'effort financier fait par l'Amérique pendant les années 1917 et 1918. On se demande même ce que seraient devenus le « Money Market » et les finances américaines pendant cette période troublée sans cette institution opportune.

Il existait sous le « National Bank Act », la charte des banques qui a précédé le « Federal Reserve Bank Act », un système assez primitif ayant pour but de régler le marché des prêts.

Parmi les divers groupes de la bourse où s'opéraient les transactions sur les valeurs, actions et obligations, il y en avait un particulier qui était consacré aux emprunts. Il s'appelait le « Money Post ». Les demandes d'argent y étaient faites par les brokers sans spécification d'intérêt ; les offres, au contraire, émanant d'autres brokers, pour leur propre compte ou pour le compte de leurs clients, étaient faites pour certaines sommes, à des taux d'intérêt bien déterminés. Le Money Post fonctionnait exactement comme un de nos grouges « à la criée » de la Bourse de Paris. L'on ne pouvait connaître que très approximativement le montant des prêts qui étaient consentis chaque jour.

Quelques minutes après l'ouverture du Stock Exchange, un premier cours d'intérêt était coté, et l'on se basait sur le taux moyen des huit ou dix premiers millions de dollars prêtés pour fixer une fois pour toutes un « rene-

wal rate », d'une façon assez arbitraire. — Les prêteurs et les emprunteurs devaient se mettre d'accord sur ce taux de renouvellement pour continuer leurs prêts de la veille, sinon ceux-ci étaient prolongés au taux du jour précédent.

De cette pratique résultaient certaines combinaisons enfantines. Si, par exemple, le taux de renouvellement était inférieur à celui de la veille, le prêteur essayait quelquefois de fuir son emprunteur pour que le prêt soit maintenu par tacite reconduction aux mêmes conditions que le jour précédent. Nous n'avons par conséquent aucune donnée précise sur les quantités d'argent qui s'employait avant la guerre en emprunts sur titres à New-York.

Mais le plus grave défaut du système consistait en l'absence d'une chambre de compensation pour les prêts et l'abus de la certification des chèques qui en résultait.

Pour mieux comprendre la situation qui se présentait alors, prenons un exemple : Supposons que la banque X et C^{1e} ait prêté à un broker une somme de 200.000 dollars à un intérêt de 4 % le 2 octobre 1913; le lendemain, 3 octobre, le taux de renouvellement montait à 5 1/2 %. Admettons que la banque X et C^{1e} n'ait voulu maintenir son prêt que moyennant ce taux de 5 1/2 %, mais que le « broker » ait trouvé une autre banque, de la ville ou de l'extérieur, consentant à lui avancer des fonds moyennant un intérêt de 5 % seulement — Que se passait-il ? Le broker ne possédait plus les 200.000 dollars qui lui avaient été avancés,

s'en étant servi pour régler son collègue¹ à qui il avait acheté les actions mises en gage à la banque X et C^{ie}. C'est ici qu'intervenait l'opération que nous décrivons et dont la pratique est interdite, en France : « la certification de chèques ». Le broker, pour rembourser son emprunt à 5 1/2 % remettait à X et C^{ie} un chèque de 200.000 dollars augmenté des intérêts du prêt et certifié par le caissier de sa propre banque. Ce chèque lui permettait de rentrer en possession de ses titres. Il les faisait immédiatement porter à la nouvelle banque prêteuse en garantie de son prêt à 5 %. En échange, elle lui remettait la somme de 200.000 dollars, qu'il versait à sa banque en couverture du chèque certifié. La certification de chèque, ainsi donnée par une banque à son client, n'était autre chose, en fait, qu'un prêt de quelques heures, connu sous le nom de « morning loan » ou prêt du matin.

Comme on le voit cette pratique paraissait très dangereuse. Il y avait à New-York nombre de banques de Wall Street et surtout de trusts qui, moyennant un dépôt permanent de 50.000 dollars, par exemple, certifiaient pour un broker des chèques jusqu'à concurrence de deux millions de dollars. Ce fût là une des principales causes en 1901 de la faillite retentissante de la Seventh National Bank.

Disons tout de suite que ce procédé, qui est presque

1. On sait que, vu l'absence de marché à terme, tous les paiements se faisaient le lendemain du jour de la transaction.

complètement abandonné, était absolument contraire à la loi¹; mais les banques avaient rapidement découvert plusieurs moyens légaux pour atteindre le résultat interdit par le législateur, soit par des contrats synallagmatiques, soit par des emprunts de quelques heures avec des gages plus ou moins fictifs. L'année de la faillite de la Seventh National Bank², les transactions portant sur les actions passant par la Chambre de Compensation, c'est-à-dire 85 % du total des négociations à New-York, exigeaient à elles seules onze milliards de dollars de certification³.

Du mois de septembre 1917 au 10 janvier 1919, le « call money market » a connu un régime qu'on pourrait qualifier de « dictature financière du Comité des Crédits⁴ ».

Le Comité des Crédits, dirigé par le grand financier américain Benjamin Strong, devait jouer, dans la nouvelle organisation du marché nécessitée par les nouvelles demandes de crédit, un rôle prépondérant — On sait l'énorme enthousiasme que suscita aux Etats-Unis la préparation à la guerre, et l'une des preuves de l'effort

1. National Banking Law : « il est interdit à tout caissier, tout employé quelconque et tout agent d'une National Banking Association de certifier aucun chèque tiré sur l'Association si le tireur n'a pas en dépôt à la banque au moment de la certification une somme égale au montant inscrit sur le chèque ».

2. The Work of Wall Street « S. Pratt »

3. Ce chiffre ne comprend pas la certification de chèques pour les transactions concernant les obligations et les prêts.

4. Le Comité des crédits ou « Money Committee » était un sous-comité du « Liberty Loan Committee » ou « Comité des emprunts » de la Liberté formé peu après l'entrée en guerre des États-Unis.

national fait à cette époque est le succès que rencontrèrent partout les « Liberty loans » ou emprunts gouvernementaux. Toutes les banques, surtout les petites institutions régionales, souscrivirent à ces bons, soit par patriotisme, soit par intérêt, et le résultat immédiat fut un retrait considérable de fonds du marché de l'argent. Les établissements de crédit souscrivaient volontiers à cause du taux d'intérêt des « Liberty bonds » qui était assez élevé et aussi pour pouvoir bénéficier de la facilité d'es-compte attachée à ces obligations. Le manque de crédits dont souffrait le « call money market » inquiéta les autorités financières américaines et un organisme fut créé par le Gouvernement, dans le but de centraliser les prêts et d'obliger les banques récalcitrantes à faire des avances au marché.

Quelques années après, c'est l'inverse qui devait se produire. Le « Federal Reserve Board », au contraire, allait essayer par tous les moyens de réduire ces mêmes crédits.

Ce Comité comptait parmi ses membres quelques-uns des représentants des grandes banques de New-York. Nous allons brièvement en étudier le rôle et le fonctionnement.

Pour éviter que les retraits de fonds effectués par les banques de l'extérieur, « out of town banks », ne viennent créer une panique sur le marché, le comité forma un « money pool » ou syndicat financier. Les membres calculaient les sommes nécessaires pour satisfaire les demandes

de crédit, tout en maintenant un taux d'intérêt très bas qui n'était pas susceptible de concurrencer sérieusement les émissions d'emprunts gouvernementaux. Toutes les banques qui avaient l'honneur de compter des membres dans ce comité fournissaient une partie des sommes nécessaires. Ainsi se constitua-t-il, vers la fin de l'année 1917, un premier pool de cent millions de dollars environ. Les banques qui étaient représentées au comité avaient tout intérêt à prêter, car elles étaient aussitôt prises en considération par le Gouvernement qui pouvait avoir recours à elles lors de ses émissions.

Mais les demandes de capitaux augmentant sans cesse, il devint nécessaire de rendre cet apport en argent de la part des banques obligatoire, même pour les institutions qui ne comptaient pas de membres au comité — Aussi procéda-t-on de la façon suivante : le comité calcula, par banque, les sommes prêtées à différentes époques ; par exemple, si la demande atteignait au cours d'une semaine 100 millions de dollars, on répartissait cette somme parmi les institutions de New-York au prorata de leurs prêts effectués la semaine précédente. Comme on le voit ce système était beaucoup plus équitable car il ne faisait pas retomber le fardeau d'avoir à prêter de l'argent à un taux assez bas sur quelques banquiers de bonne volonté seulement.

Ainsi, durant toute l'année 1918, fut-il possible sur le marché de New-York, de trouver de l'argent à un intérêt peu élevé. Voici, à titre d'exemple, la moyenne mensuelle

du taux des « call loans » pendant la période de la participation américaine à la guerre de 1914-1918, telle qu'on peut la trouver dans les rapports du Sénat :

1917

Janvier	—
Février	—
Mars	—
Avril	2.40 %
Mai	2.92 %
Juin	4.81 %
Juillet	3.27 %
Août	3.21 %
Septembre	4.65 %
Octobre	3.72 %
Novembre.....	3.93 %
Décembre	5.43 %

1918

Janvier	4.40 %
Février	5.15 %
Mars	5.21 %
Avril	3.82 %
Mai	5.06 %
Juin	4.93 %
Juillet	5.67 %
Août	5.90 %
Septembre	6.00 %
Octobre	5.97 %
Novembre.....	5.75 %
Décembre	—

Mais il fallait souvent aussi réduire la demande. Cela était facile : il suffisait d'envoyer une note à chaque broker en lui assignant un maximum de crédit qui était calculé suivant les sommes qu'il avait l'habitude d'emprunter. Pour connaître le montant de ces sommes, on exigeait des brokers un état complet de leur situation financière et c'est la première fois, dans l'histoire du

Stock Exchange de New-York, qu'on trouve un tel contrôle — Ce qu'il importe de remarquer c'est le revirement de la tendance dans la politique du comité qui a eu lieu pendant l'été de 1918. Jusque là c'étaient les offres d'argent qui étaient contrôlées ; les banques ne désiraient pas faire d'avances, car elles n'avaient qu'une confiance limitée dans le marché et elles trouvaient souvent ailleurs des placements plus avantageux. Brusquement vers la fin d'août apparut la vague de spéculation qui, si l'on fait exception du ralentissement de 1919 et 1920 n'a cessé de croître jusqu'en 1929. La demande d'argent s'intensifia ; depuis elle s'est accrue de pair avec les transactions des titres qui, chaque jour, se font plus nombreuses.

Il fallut d'un jour à l'autre contrôler cette demande. Le gouvernement américain qui ne s'embarrasse jamais de traditions et prend rapidement les décisions qui sont nécessitées par les événements a employé deux moyens, par l'intermédiaire du comité :

1. La restriction des crédits par l'examen des livres des brokers.

2. L'augmentation des marges ou couvertures que nous avons étudiées à propos des garanties du prêteur.

On a vu que pour un prêt sur titres, composé pour moitié de valeurs industrielles et pour moitié de valeurs de chemins de fer, la marge était de 20% au minimum, tandis que pour les actions d'entreprises industrielles le minimum était de 30%. Ces proportions sont respectivement portées à 30% et 37 1/2% le 10 août 1918.

Et pour que ces moyens ne demeurent pas illusoires, pour remplacer le « groupe à la crie » ou « Money Post » d'avant-guerre où il était impossible de contrôler le montant exact des emprunts contractés dans une journée, on créa le « Money-Desk ». En 1922, la Chambre de Compensation des Prêts venait supprimer les abus de la certification des chèques. Enfin un nouveau mode de calcul du taux de renouvellement rendait sa détermination plus précise.

Ainsi, ces trois perfectionnements, que nous avons étudiés dans notre première partie ont supprimé les trois grands inconvénients du « Stock Exchange Money Market » d'avant-guerre.

Le Comité des Crédits fut dissout en janvier 1919, les nécessités impérieuses de la guerre n'exigeant plus son maintien ; il a rendu au Money Market, et par contre-coup à la bourse de New-York d'inappréciables services. Mais c'était un système de dictature financière. Et c'est le désir de la liberté, du retour au libre échange financier, qui a amené la condamnation de cette institution pourtant si utile.

Wall Street vit encore aujourd'hui, dans cette période de réaction, contre tout pouvoir absolu de contrôle ; réaction que nous étudierons en détail dans les chapitres qui vont suivre et qui s'est traduite en 1928 et en 1929, par une espèce de révolte du Stock Exchange et des spéculateurs contre Washington et son organe modérateur, le Federal Reserve Board.

CHAPITRE II

HAUSSE DU TAUX DE L'INTERET ET DU VOLUME DES PRETS (1919-1929)

La guerre a englouti des quantités considérables de capitaux. La période qui a suivi la guerre a vu des demandes croissantes de crédit destinées à réparer les pertes subies et à rendre à leur destination première les capitaux qui en avaient été détournés pendant le conflit. — Il est donc normal que les taux d'intérêt aient vivement progressé dans tous les pays. Ceux qui, aux Etats-Unis, se sont indignés des « taux usuraires » de Wall Street ont oublié souvent que le taux du papier commercial était monté jusqu'à 8 % et le taux de réescompte de la Federal Reserve jusqu'à 7 %, que le Gouvernement américain a dû payer jusqu'à 6 % sur ses Bons du Trésor et que les grandes sociétés américaines ont versé à leurs obligataires jusqu'à 8 % d'intérêt. Il n'est donc pas étonnant que le taux d'intérêt du « Call Money » ait précédé ce mou-

vement en l'amplifiant légèrement puisque, comme nous l'avons vu, les fonds employés au « Money Market » constituent un surplus des ressources disponibles du pays.

Le tableau suivant donne une idée des variations du taux d'intérêt des emprunts sur titres à New-York entre 1919 et 1929. On remarquera que les deux taux les plus hauts 7,84 et 7,71 % correspondent bien aux années où se sont déclanchées la crise de 1920-1921, et celle que nous traversons en ce moment. De 1920 à 1924 nous assistons à une baisse du taux de l'intérêt correspondant à la résorption de la crise 1920-1921. Enfin de 1924 à 1929, le taux monte de 3,04 à 7,71 %. Voici les chiffres¹.

Taux moyen annuel d'intérêt	Années
6, 51	1919
7, 84	1920
5, 47	1921
4, 31	1922
4, 88	1923
3, 09	1924
4, 20	1925
4, 52	1926
4, 07	1927
6, 10	1928
7, 71	1929

On parle encore du jour où, en 1907 le taux du « call money » atteignit, pendant quelques minutes, 186 %, et de celui où, pendant l'hiver de 1920-1921, il dépassa 29 %. Mais on ne réfléchit pas que ce taux, résultat d'une variation brusque de la demande, était quelques jours après

1. Statistique fournie par le New-York Stock Exchange Statistical Department.

retombé à 10 %. Ce qu'il faut surtout considérer lorsqu'on étudie les variations du taux d'intérêt des « call loans », c'est la moyenne mensuelle et non quelques exemples historiques de cours très élevés des « loan rates ». Un taux élevé, à moins que ce ne soit celui du renouvellement des prêts, ne sera payé que par une infime minorité d'emprunteurs. Voici, pour un mois pris au hasard, quelques variations journalières et la moyenne mensuelle du taux d'intérêt. On constatera les différences qu'on y trouve¹.

Juillet 1929	1 jour 15 % (moyenne)
	3 jours 12 % —
	3 jours 10 % —
	Moyenne mensuelle 9, 196 %

Le problème de beaucoup le plus grave, selon nous, était celui de l'augmentation presque continue des prêts aux brokers. Certes, si les sommes empruntées avaient crû dans la même proportion que la valeur globale des actions inscrites, en admettant encore que la valeur assignée par l'opinion publique aux actions ait été justifiée, alors il n'y aurait eu aucun danger. Mais les événements qui viennent de se dérouler ont prouvé que les années 1927, 1928 et 1929 ont été les témoins d'une grande inflation du prix des actions, causée semble-t-il, en partie, par l'abondance des crédits. Pour ces années là nous allons présenter quelques chiffres que nous discuterons ensuite.

1. New-York Stock Exchange statistics.

Nous avons fait figurer dans le tableau ci-contre la somme totale des prêts, la valeur globale des actions inscrites sur le Stock Exchange¹ et la proportion de la somme totale des prêts par rapport à cette valeur.

Ainsi du mois de janvier 1927 au mois d'Octobre 1929, le pourcentage de la somme totale des prêts par rapport à la valeur totale des actions est passé de 8.58 à 9.82%².

Pendant ces mêmes années plusieurs facteurs, indépendamment de celui de l'augmentation du volume des prêts, avaient contribué à donner aux titres une valeur supérieure à celle que leur assignait le simple jeu de la loi de l'offre et de la demande. Nous n'en donnerons qu'un exemple. Il existe aux Etats-Unis un impôt fédéral qui frappe de 12 1/2% le total des bénéfices réalisés sur les plus values des actions détenues pendant plus de deux années. Mais cet impôt n'était payé que lors de la vente. Il contribuait donc à favoriser le maintien des titres dans une même main et à empêcher les prises de bénéfices puisque tant qu'on ne vendait pas on ne devait rien au fisc. Cet impôt contribuait donc à fausser le valeur intrinsèque des actions.

Les défenseurs du Stock Exchange qui auraient vu le montant total des prêts doubler, tripler même, sans s'en émouvoir outre mesure, mettaient en avant pour montrer l'absence de gravité de la situation, l'augmentation énorme du volume des transactions du Stock Exchange.

1. Les statistiques de ce chapitre nous ont été fournies au Stock Exchange de New-York.

2. Stock Exchange annual reports.

	Total des prêts en millions de dollars	Valeur globale des actions inscrites au Stock-Exchange (en millions)	Proportion des prêts par rapport à la valeur globale
1927			
Janvier	3.293	38.376	8.58
Février	3.139	38.602	8.13
Mars	3.256	39.966	8.14
Avril	3.290	40.127	8.19
Mai	3.341	40.507	8.24
Juin	3.458	42.530	8.13
Juillet	3.569	41.963	8.50
Août	3.642	44.909	8.10
Septembre	3.674	45.531	8.08
Octobre	3.915	47.610	8.22
Novembre	3.946	46.029	8.57
Décembre	4.092	48.526	8.43
1928			
Janvier	4.433	49.736	8.91
Février	4.420	49.145	8.99
Mars	4.322	48.485	8.91
Avril	4.640	52.371	8.86
Mai	4.910	54.819	8.96
Juin	5.274	55.735	9.46
Juillet	4.898	52.949	9.25
Août	4.837	53.729	9.00
Septembre	5.051	57.386	8.80
Octobre	5.514	59.332	9.29
Novembre	5.880	61.074	9.62
Décembre	6.392	66.113	9.66
1929			
Janvier	6.440	67.472	9.54
Février	6.735	71.114	9.47
Mars	6.678	71.872	9.29
Avril	6.804	69.770	9.75
Mai	6.774	73.719	9.19
Juin	6.665	70.921	9.40
Juillet	7.071	77.264	9.15
Août	7.473	81.569	9.16
Septembre	8.107	89.668	9.07
Octobre	8.549	87.073	9.82

Voici pour ces trois mêmes années 1927-1928-1929 la moyenne mensuelle de ces échanges de titres.

Années 1927	Moyenne mensuelle des transactions.
Janvier	34.255.190
Février	44.163.062
Mars	49.059.789
Avril	49.635.616
Mai	46.598.134
Juin	47.629.997
Juillet	38.497.776
Août	51.056.628
Septembre	51.917.862
Octobre	50.458.950
Novembre	51.356.064
Décembre	67.366.807
1928	
Janvier	56.963.477
Février	47.165.193
Mars	84.987.834
Avril	80.568.865
Mai	87.163.544
Juin	63.741.130
Juillet	39.001.098
Août	67.703.588
Septembre	90.906.718
Octobre	99.077.455
Novembre	115.433.835
Décembre	92.837.350
1929	
Janvier	110.803.940
Février	77.971.600
Mars	105.634.570
Avril	82.592.930
Mai	91.305.550
Juin	69.547.500
Juillet	93.378.690
Août	95.603.400
Septembre	100.056.120
Octobre	141.668.410
Novembre	72.460.420
Décembre	83.583.780 ¹

1. Stock Exchange annual reports.

Mais les défenseurs de Wall Street n'oublient qu'une chose : c'est que les titres d'une société pouvaient très bien se trouver pour les 9/10^e entre les mains d'employés, de particuliers qui se gardaient bien de les vendre même à des cours attrayants. Le dixième des actions restant s'échangeait seul sur le marché. Il était donc relativement facile à quelques syndicats de faire monter une valeur. Et les « pools ¹ » à la baisse qui se chargent souvent de ramener les prix d'un marché à un juste niveau n'osaient pas attaquer les actions de ce genre de peur de ne pouvoir le lendemain de la vente trouver des titres à fournir à leurs acheteurs.

Parallèlement à cette hausse constante du montant total des emprunts sur titres, le pourcentage des emprunts à vue par rapport à ce total ne cesse d'augmenter. Nous avons dit plus haut qu'il était d'environ 59 % en 1913.

Voici quelques données plus récentes ² :

1926	Janvier	67, 78 %
	Décembre	74, 44 %
1927	Janvier	77, 19 %
	Décembre	76, 59 %
1928	Janvier	78, 52 %
	Décembre	87, 84 %
1929	Janvier	88, 85 %
	Octobre	91, 61 %

Cette augmentation constante de la proportion des « call loans » ne manquait pas d'inquiéter les économistes

1. Syndicats.

2. Stock Exchange annual reports.

sérieux qui craignaient des retraits précipités. Les défenseurs du Stock Exchange, au contraire, rappelaient l'histoire de la crise économique de 1920-1921. En effet, le 1^{er} octobre 1920, à la veille même de la chute des valeurs au Stock Exchange, la proportion des prêts à vue n'avait jamais été aussi faible depuis la guerre ; elle était de 77 %. Par contre, en Juin 1921, elle était remontée à 90 % environ, et c'est à partir de cette époque que se produisit la reprise. Les partisans de la spéculation en déduisaient aussitôt que l'abus des emprunts sur titres à vue ne présentait en soi aucun danger. Cela était peut être exact en 1921.

Mais nous pensons au contraire qu'en 1929, avec un total de prêts s'élevant à plus de 8 milliards et demi de dollars, la situation n'était plus du tout la même. Les inquiétudes des économistes étaient pleinement justifiées et les événements allaient leur donner raison.

CHAPITRE III

BAISSE DU TAUX DE L'INTERET ET DU VOLUME DES PRETS (1929-1932).

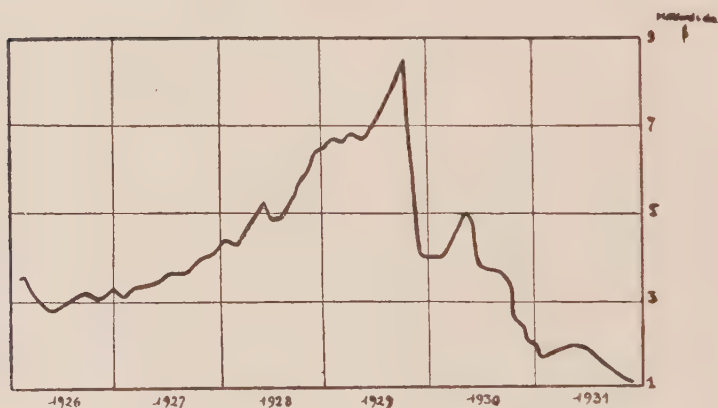
Du premier octobre 1929 au premier octobre 1931, le montant total des sommes prêtées sur le marché de New-York (prêts à terme et prêts remboursables sur demande) à baissé de 8.549.383.979 dollars à 1.044.407.879 dollars. Le graphique n° 1 donne une idée des variations dans les sommes prêtées de l'année 1926 à l'année 1931.

Cette baisse rapide de 7.504.976.100 dollars, soit 87,78 % du total, n'a jamais été égalée ni en quantité ni en proportion par aucun genre de prêt dans l'histoire économique des Etats-Unis. Même lors de la crise de 1919-1921 la baisse n'avait atteint que la proportion de 45 %. Néanmoins, comme nous l'avons déjà signalé on ne peut trouver une seule trace d'un prêteur qui n'ait pas été remboursé intégralement du montant de son avance. Pendant les dernières années les prêts surtitres à

New-York ont donc été soumis à une rude épreuve au cours de laquelle il fut démontré que les critiques formulées contre leur valeur en tant que garantie offerte aux prêteurs étaient tout à fait injustifiées.

Nous avons, dans le chapitre précédent, signalé le danger de l'augmentation continue de la somme totale des

GRAPHIQUE REPRESENTANT LE TOTAL DES PRÊTS.



(New York Stock Exchange Statistics)

Graphique n°1

prêts par rapport à la valeur des actions inscrites sur le marché. Or, du mois d'octobre 1929 au mois de septembre 1931, cette proportion est tombée de 9,82% à 3,04% (Voir tableau ci-dessous et graphique n° 2). Ces chiffres

montrent combien plus saine est la situation actuelle du « money market » de New-York par rapport à celle de l'année 1929.

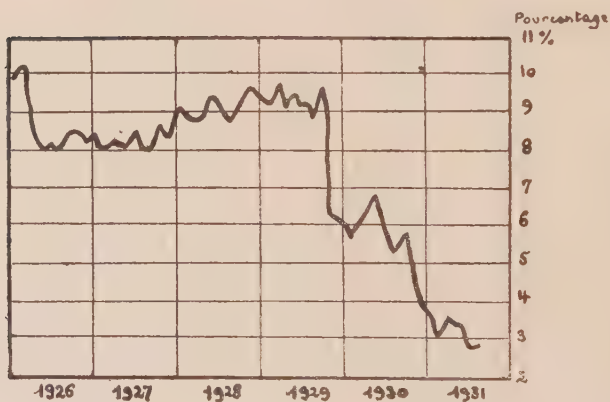
PROPORTION DE LA SOMME TOTALE DES PRETS
A LA VALEUR TOTALE DES ACTIONS INSCRITES

Date	Proportion
Janvier 1930	6.17 %
Septembre 1930	5.31 %
Octobre 1930	5.79 %
Novembre 1930	4.65 %
Décembre 1930	4.06 %
Janvier 1931	3.86 %
Février 1931	3.30 %
Mars 1931	3.22 %
Avril 1931	3.58 %
Mai 1931	3.40 %
Juin 1931	3.37 %
Juillet 1931	2.93 %
Août 1931	3.03 %
Septembre 1931	3.04 %

New-York Stock Exchange annual reports.

La baisse du volume des prêts a été plus forte et plus rapide que celle de l'indice général de la valeur des titres. Ce fait prouve qu'un grand nombre d'actions est passé des mains des spéculateurs et des syndicats dans celles du public. Ceci se trouve vérifié par les comptes des « odd lot dealers » (agents de change opérant des achats et des ventes de titres en lots inférieurs à 100) dont les ordres ont augmenté et aussi par les chiffres fournis par les sociétés anonymes américaines montrant, ainsi que nous l'avons vu plus haut, une augmentation constante du nombre de leurs actionnaires.

Proportion de la somme totale des
prêts par rapport à la valeur
totale des actions inscrites.



Graphique n°2.

New York Stock Exchange Bulletin.

Pendant la même période que nous analysons (1^{er} octobre 1929 au 1^{er} septembre 1931) les prêts à terme diminuèrent proportionnellement moins rapidement que les prêts remboursables sur demande puisque la proportion de ces derniers par rapport au montant total des prêts est passé pendant cette période de 91, 61 % (1^{er} octobre 1929) à 78,97 % (1^{re} septembre 1931). Le tableau ci-après indiquera ces variations.

VARIATIONS DU POURCENTAGE DES PRÊTS A VUE
PAR RAPPORT AU TOTAL DDS PRÊTS¹

Dates	Prêts remboursables sur demande en dollars	Prêts à terme en dollars	Total des Prêts en dollars	Pourcentage des prêts remboursables sur demande par rapport au total des prêts
1 ^{er} oct. 1929	7,831,991,269	717,392,710	8,549,383,979	91,61 %
1 ^{er} nov. 1929	5,238,028,979	870,795,889	6,108,824,868	75,95 %
1 ^{er} déc. 1929	3,297,293,032	719,305,737	4,016,598,769	82,09
1 ^{er} janv. 1930	3,376,420,785	613,089,488	3,989,510,273	84,63
1 ^{er} fév. 1930	3,528,246,115	456,521,950	3,984,768,065	88,54
1 ^{er} mars 1930	3,710,563,352	457,025,000	4,167,588,352	89,03
1 ^{er} avril 1930	4,052,161,339	604,141,000	4,656,302,339	87,02
1 ^{er} mai 1930	4,362,919,341	700,212,018	5,063,131,359	86,17
1 ^{er} juin 1930	3,966,873,034	780,958,878	4,747,831,912	83,55
1 ^{er} juill. 1930	2,980,284,038	747,427,251	3,727,711,289	79,95
1 ^{er} août 1930	3,021,363,910	668,118,387	3,689,482,297	81,89
1 ^{er} sept. 1930	2,912,612,666	686,020,403	3,598,633,069	80,94
1 ^{er} oct. 1930	2,830,259,339	651,193,422	3,481,452,761	81,30
1 ^{er} nov. 1930	1,986,639,692	569,484,395	2,556,124,087	77,72
1 ^{er} déc. 1930	1,691,494,226	470,754,776	2,162,249,002	78,23
1 ^{er} janv. 1931	1,519,400,054	374,212,835	1,893,612,890	80,24
1 ^{er} fév. 1931	1,365,582,515	354,762,803	1,720,345,318	79,37
1 ^{er} mars 1931	1,505,251,689	334,504,369	1,839,756,058	81,82
1 ^{er} avril 1931	1,629,863,494	278,947,000	1,908,810,494	85,39
1 ^{er} mai 1931	1,389,163,124	261,965,000	1,651,128,124	84,13
1 ^{er} juin 1931	1,173,508,530	261,175,300	1,434,683,650	80,80
1 ^{er} juill. 1931	1,102,285,060	289,039,862	1,391,324,922	79,23
1 ^{er} août 1931	1,041,142,201	302,950,553	1,344,092,754	77,46
1 ^{er} sept. 1931	1,069,280,033	284,787,325	1,354,067,358	78,97

1. Stock Exchange annual reports.

Donc, sous ce rapport également, la situation du « Stock Exchange money market » est beaucoup plus saine qu'en octobre 1929.

Une des conséquences de l'abondance monétaire dans le monde ces dernières années a été la baisse presque continue du taux de l'intérêt.

De 7,71 % en 1929, la moyenne annuelle du taux d'intérêt des emprunts sur titres à vue est tombée à 2,93 % en 1930 et 1,75 % en 1931 (décembre exclu).

On verra par le tableau ci-contre, paru dans le bulletin mensuel du Stock Exchange d'octobre 1930, combien le taux était bas et combien étaient infimes ses variations journalières un an seulement après le déclenchement de la crise boursière.

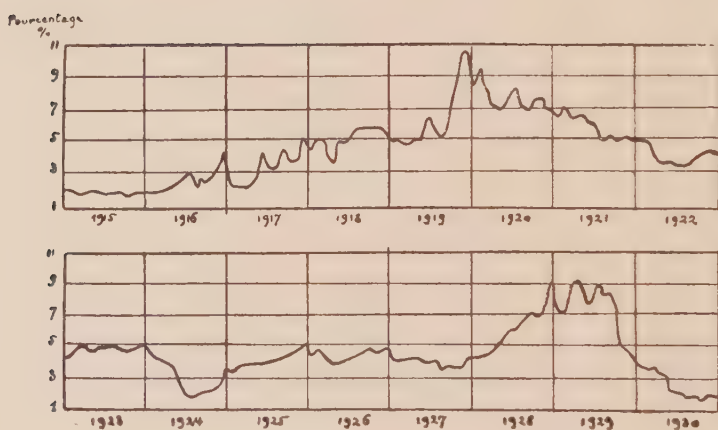
TAUX D'INTÉRÊT

Dates (1930)	Taux de renouvel- lement	Taux d'ouver- ture	Plus haut	Plus bas	Taux de clôture	Moyenne journa- lière
1 ^{er} sept.			Bourse fermée			
2 sept.	2	2	2	2	2	2.00
3 sept.	2	2	2-1 /2	2	2-1 /2	2.39
4 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2.50
5 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2.50
6 sept.			Bourse fermée			
7 sept.			Bourse fermée			
8 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2.50
9 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2.50
10 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2.50
11 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2.50
12 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2.50
13 sept.			Bourse fermée			
14 sept.			Bourse fermée			
15 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2	2	2.11
16 sept.	2-1 /2	2-1 /2	2-1 /2	2	2	2.01
17 sept.	2	2	2	2	2	2.00
18 sept.	2	2	2	2	2	2.00
19 sept.	2	2	2	2	2	2.00
20 sept.			Bourse fermée			
21 sept.			Bourse fermée			
22 sept.	2	2	2	2	2	2.00
23 sept.	2	2	2	2	2	2.00
24 sept.	2	2	2	2	2	2.00
25 sept.	2	2	2	2	2	2.00
26 sept.	2	2	2	2	2	2.00
27 sept.			Bourse fermée			
28 sept.			Bourse fermée			
29 sept.	1-1 /2	1-1 /2	1-1 /2	1-1 /2	1-1 /2	1.50
30 sept.	2	2	2	2	2	2.00

Pendant l'année 1929 le taux de renouvellement a dépassé les niveaux qui avaient été enregistrés depuis 1920. Au cours de l'année 1930 ce taux est tombé à 2 % (c'était le plus bas cours depuis 1924). Dans les premiers mois de l'année 1931 la baisse s'est poursuivie. Le taux moyen pour le mois de janvier était en effet de 1.650 %, celui de février 1.500 %. Cette moyenne de 1.5 % pour le

mois de Février 1931 a été la plus basse enregistrée depuis l'automne de l'année 1908. Le graphique n° 3 qui remonte jusqu'à 1915 donne une idée de ces variations.

VARIATIONS DU TAUX MOYEN DE RENOUVELLEMENT
de 1915 à 1930.



Graphique n°3

(Stock Exchange annual reports).

La baisse du taux de l'intérêt a donc été aussi rapide et violente que celle du montant total des « brokers loans ». Voyons maintenant comment l'évolution de la crise a pu affecter les différentes catégories de prêteurs.

CHAPITRE IV

LES PRETEURS ET L'EVOLUTION DE LA CRISE

Les deux questions que nous nous proposons d'étudier au cours de ce chapitre sont les suivantes : 1) Quels étaient les principaux prêteurs avant le premier octobre 1929 ; 2) Quels changements sont survenus dans les différentes catégories de prêteurs après le 1^{er} octobre 1929.

I. — Les prêteurs avant le 1^{er} octobre 1929.

Nous savons que dans son rapport annuel au comité du Stock Exchange, le président divise les prêteurs en deux catégories. La première comprend les banques de New-York et les « Trust Companies » (faisant des avances pour leur propre compte et pour le compte de leurs clients) — la seconde comprend les banques privées, les brokers, et les agences des banques européennes.

Voici quelques chiffres portant sur les quatre années

qui ont précédé la panique boursière de 1929 — Nous verrons tout à l'heure les conclusions à en tirer :

	Des banques de New-York et Trust C ^{ies}	Des banques privées, bro- kers et agen- ces de banq. européennes	Total général
1926			
<i>Au 1^{er} février</i>			
Emprunts remb. à vue	2.122.914.934	394.045.665	2.516.960.599
— terme	920.129.375	76.048.180	996.213.555
Totaux	3.043.044.309	470.093.845	3.513.174.154
<i>Au 1^{er} décembre</i>			
Emprunts remb. à vue	1.932.492.163	397.044.387	2.329.536.550
— terme	703.688.025	95.937.100	799.625.125
Totaux	2.636.180.188	492.981.487	3.129.161.675
1927			
<i>Au 1^{er} janvier</i>			
Emprunts remb. à vue	2.127.995.996	413.685.889	2.541.681.885
— terme	675.589.270	75.589.100	751.178.370
Totaux	2.803.585.266	489.274.989	3.292.860.255
<i>Au 1^{er} décembre</i>			
Emprunts remb. à vue	2.674.722.389	459.304.614	3.134.027.003
— terme	844.398.800	113.410.500	957.809.300
Totaux	3.519.121.189	572.715.114	4.091.836.303
1928			
<i>Au 1^{er} janvier</i>			
Emprunts remb. à vue	2.963.057.708	517.722.113	3.480.779.821
— terme	848.752.000	103.375.500	952.127.500
Totaux	3.811.809.708	621.097.613	4.432.907.321
<i>Au 1^{er} décembre</i>			
Emprunts remb. à vue	4.771.314.491	843.073.869	5.614.388.360
— terme	641.108.093	136.147.811	777.255.904
Totaux	5.412.422.584	979.221.680	6.391.644.264

1. Stock Exchange annual reports.

1929			
<i>Au 1^{er} janvier</i>			
Emprunts remb. à vue	4.809.513.510	912.745.214	5.722.258.724
— terme	591.284.399	126.197.388	717.481.787
Totaux	5.400.797.909	1038.942.602	6.439.740.511
<i>Au 1^{er} octobre</i>			
Emprunts remb. à vue	6.543.061.807	1288.929.462	7.831.991.269
— terme	534.323.249	183.069.461	717.392.710
Totaux	7.077.385.056	1471.998.923	8.549.383.979

* Remarquons d'abord l'augmentation des sommes prêtées. Après la guerre le chiffre s'élevait à un milliard de dollars à peine. Le 1^{er} octobre 1929 le total de 8 milliards de dollars est dépassé.

L'examen de ces sommes nous suggère deux conclusions. La première c'est que la proportion des prêts faits par les banques privées, les brokers et les agences des banques européennes par rapport au total des emprunts a augmenté de 1926 à 1929. De 13, 5 % du total en février 1926 cette proportion est passée à plus de 20 % en octobre 1929 — Cette constatation montre l'attrait qu'exerçaient les taux élevés de Wall Street sur les capitaux européens.

La seconde remarque c'est que, si l'on reprend cette dernière catégorie (Banques privées, Agences européennes) la proportion des prêts à terme par rapport au total des prêts est très faible (183.069.461 dollars de prêts à terme contre 1.288.929.462 dollars de prêts remboursables sur demande), ce qui montre que les fonds venus d'Europe ne s'employaient que momentanément au Stock Exchange. Dès que les taux d'intérêt s'élevaient en

France ou en Angleterre ou bien encore à la première baisse du « Call money » en Amérique les capitaux européens étaient vite rapatriés.

Il est bien évident que si les seules banques membres de la Federal Reserve avaient employé leurs propres fonds en prêts, le « Federal Reserve Board » aurait pu agir sur elles, réduire leurs moyens d'action, et paralyser en quelque sorte le marché. — Il était plus difficile à l'organe central d'exercer une influence directe sur les prêts faits par les individus, les sociétés ou les banques non membres du système fédéral.

Il convient maintenant de prendre le total de tous les emprunts et de se demander quel est le montant des sommes prêtées par les banques membres de la Federal Reserve pour leur propre compte et celui des sommes prêtées pour le compte de leurs clients. Ces renseignements étaient publiés toutes les semaines dans le bulletin de la Federal Reserve Bank — Prenons par exemple, la semaine du 4 au 11 septembre 1929, qui a accusé quelques variations significatives¹.

Durant les six jours de bourse le total des prêts croît de 120.000.000 de dollars. Les prêts faits par les membres de la Federal Reserve pour leur propre compte décroissent de 1.103.000.000 de dollars à 1.017.000.000 de dollars. Le premier chiffre est celui du 4 septembre 1929, le second celui du 11 septembre 1929.

1. New-York Federal Reserve Report 14 septembre 1929 et *Commercial and Financial Chronicle* vol. 129, p. 1628.

Cette baisse de 86 millions est significative si l'on se rappelle qu'au cours du mois précédent le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York avait été élevé de 5 à 6 % et que le « Board » exerçait une pression sur les banques membres en vue d'obtenir une réduction des prêts. Pendant cette même semaine les sommes prêtées par les banques membres pour le compte des « out of town banks » ou « banques du dehors » progressaient vivement de 1.784 millions de dollars à 1.841 millions de dollars. Enfin, les prêts consentis par ces mêmes banques membres pour le compte de leurs clients (« for account of others ») passent rapidement de 3.467 millions de dollars à 3.618 millions de dollars.

2. — *Changements intervenus dans les différentes catégories de prêteurs après le 1^{er} octobre 1929.*

Un des faits les plus saillants de la crise économique à New-York a été la baisse soudaine et brutale du montant des prêts. On a vu que le total de ceux-ci s'élevait le 1^{er} octobre 1929 à 8.549 millions de dollars. Le 1^{er} janvier 1930, dix semaines seulement après la première panique boursière, ce total ne s'élevait plus qu'à 3.989 millions de dollars soit une baisse de 53 % en trois mois.

Il est vrai, cependant, qu'au cours de l'année 1930, le 1^{er} mai exactement, le total des sommes empruntées par les brokers de New-York était remonté à 5.063 millions de dollars¹. Mais depuis lors, les statistiques ont fait

1. Stock Exchange statistics.

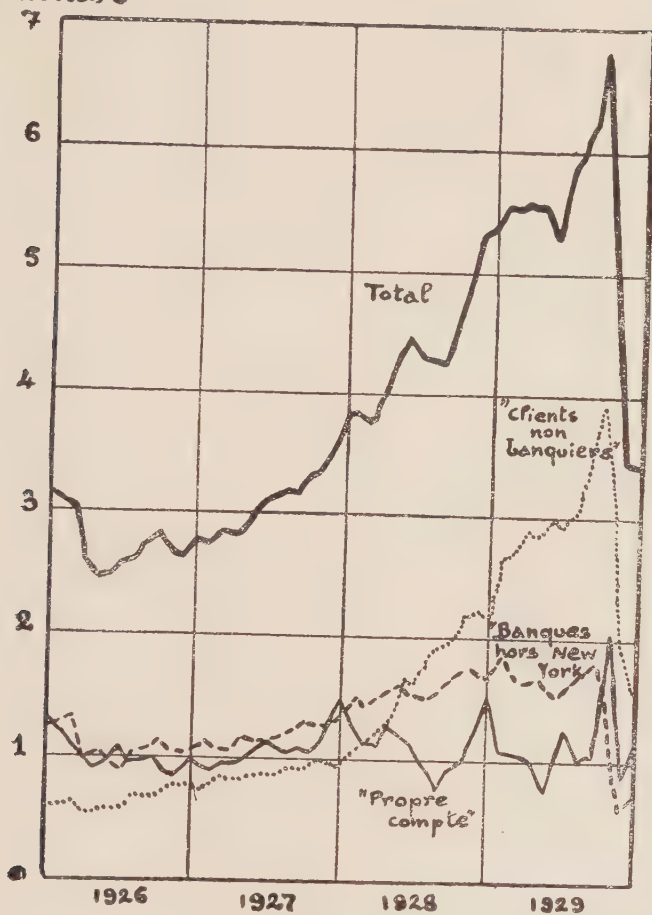
apparaître, sans interruption, une baisse nouvelle. A la fin de l'année 1930, ce chiffre était tombé à 1.892 millions de dollars et à la fin de 1931 à 591 millions de dollars.

Si, comme cela semble évident, cette brusque contraction du volume des prêts a contribué à précipiter la baisse des valeurs, on ne peut raisonnablement prétendre qu'elle ait provoqué cette baisse.

Examinons de plus près la période qui a suivi immédiatement la première panique boursière d'octobre 1929. Nous allons raisonner ici, et dans les pages qui vont suivre, sur les statistiques de la Federal Reserve Bank de New York. Celles-ci ne comprennent évidemment que les chiffres fournis par les banques de New-York membres du système de réserve Fédérale. Elles ne sont donc pas aussi complètes que les statistiques du Stock Exchange qui englobent toutes les sommes avancées aux brokers, quelle que soit leur provenance. Mais elles ont sur ces dernières l'avantage d'être publiées chaque semaine, le jeudi, alors que le Stock Exchange ne donne que des informations mensuelles. Elles permettent donc de suivre de plus près l'évolution des phénomènes. Voici les chiffres.

PRÊTS AUX BROKERS CONSENTIS PAR LES BANQUES
MEMBRES DE NEW-YORK (en millions de dollars)

1929	Pour leur propre compte "own account"	Pour compte de banque hors New-York (account of out of Town bank)	Pour compte d'autres clients non banquiers « others »	Total général (à vue et à terme)
2 oct.	1.071	1.826	3.907	6.804
23 oct.	1.077	1.733	3.823	6.634
30 oct.	2.069	1.005	2.464	5.538
6 nov.	1.520	963	2.399	4.882
31 déc.	1.167	709	1.548	3.424

milliards de
dollars

Graphique n°4

Prêts aux brokers consentis
par les banques de New York membres
du Federal Reserve System
1926-1929.

Le graphique n° 4 établi également par les soins de la Federal Reserve Bank de New-York est l'illustration de ces chiffres. Portant sur quatre années, il fait aussi ressortir la hausse du volume des prêts par catégories de prêteurs jusqu'en octobre 1929.

Ce qui frappe tout d'abord dans les chiffres du 2 octobre 1929, c'est la faible proportion des prêts consentis par les banques membres pour « leur propre compte » par rapport au total des prêts. Le reproche qui leur a été fait souvent d'avoir inconsidérément favorisé la spéculation est donc mal fondé.

Du 2 au 23 octobre, c'est-à-dire pendant la période incertaine qui a immédiatement précédé le grand « krach » de la fin du mois, les banques n'ont pour ainsi dire pas modifié le montant de leurs prêts. Les clients non banquiers ont commencé à retirer 84 millions de dollars, soit 2,14 % de leurs avances ; les « banques hors New-York » parmi lesquelles se trouvent les banques étrangères, diminuent leurs avances de 93 millions de dollars, soit 5 % environ. Peut être ces dernières présentaient-elles mieux que les autres prêteurs l'avenir du marché.

Du 23 au 30 octobre, semaine de panique où l'indice des actions industrielles calculé par Dow Jones et C^{ie} tombe de 320 à 230, nous assistons au dégonflement des prêts aux brokers. Leur total baisse de 1.100 millions de dollars. Mais les clients non banquiers (particuliers, sociétés, etc...) pris de panique, sans doute, retirent

1359 millions de dollars, soit 35,5 % de leurs avances antérieures ; les banques hors New-York retirent, de leur côté, 728 millions ou 42 %. En une semaine ces deux catégories de prêteurs ont donc demandé aux brokers le remboursement de 2.100 millions de dollars environ. Afin d'atténuer, autant que possible, l'effort imposé aux brokers par des dégagements si violents les banques ont dû venir au secours du marché. Elles reprirent pour leur compte quelques-unes des avances qu'elles liquidaient pour le compte de leurs clients. Pendant cette même semaine, leurs prêts aux brokers augmentèrent de plus d'un milliard de dollars. De même, les banques vinrent en aide directement à certains de leurs clients qui ne pouvaient plus fournir à leur broker de supplément de couverture. Dans ce cas, toute la position boursière du client était transférée à la banque qui se substituait au « broker » après l'avoir remboursé. Les prêts consentis par les brokers à leurs clients étaient donc remplacés par des avances sur titres consenties par les banques. Il n'existe aucun chiffre précis indiquant le montant de ces substitutions. Cependant il est intéressant de remarquer que le 2 octobre 1929, les avances sur titres des banques membres de New-York s'élevaient à 2.947 millions de dollars, et celles de toutes les banques membres du système fédéral à 7.720 millions de dollars. Le 6 novembre 1929 ces mêmes chiffres sont respectivement de 3.751 millions de dollars et 9.179 millions de dollars, soit une

augmentation, pour les seules banques de New-York, de 804 millions de dollars. Beaucoup de prêts n'ont pu, par suite de la baisse des valeurs être remboursés intégralement et les pertes subies par certaines banques ont été assez sévères. Mais ce résultat doit être imputé plutôt à la négligence des banques elles-mêmes qu'à la nature des prêts aux brokers.

Mais le besoin de liquidation était si grand que le renfort de crédit ne fut pas longtemps nécessaire au marché. Pendant la première semaine de novembre, alors que les prêts pour compte des banques hors New-York et des clients non banquiers baissent encore, mais dans de moindres proportions, les banques peuvent retirer 549 millions de dollars. La semaine suivante la déflation continue.

Enfin, au 31 décembre 1929, c'est-à-dire deux mois et demi à peine après la panique, nous retrouvons les avances des banques « pour leur propre compte » à 1.167 millions de dollars c'est-à-dire 96 millions de dollars de plus que le 2 octobre 1929. Par contre, les prêts pour compte de « clients non banquiers » sont tombés de 60,3 % à 1.548 millions de dollars et les prêts « pour compte des banques hors New-York » de 61,1 % à 709 millions de dollars. Le total des prêts est de 3.424 millions de dollars. Il a baissé de 50 %.

Ainsi que nous venons de le voir, les retraits les plus brusques et les plus importants ont été le fait des pré-

teurs non banquiers. Le Stock Exchange n'a jamais oublié le danger auquel ceux-ci l'ont exposé. Les banquiers de New-York ont encore le souvenir de la tension que ces mêmes retraits leur ont imposée pendant la dernière semaine d'octobre 1929.

Le 4 novembre 1931, les « clients non banquiers » n'ont plus sur le marché que 169 millions de dollars¹

Le 5 novembre, les membres de la New-York Clearing House Association décident d'éliminer un type d'emprunts qui, en 1929, rendit presque impossible leur contrôle sur les fonds offerts à la spéculation. Ils adoptent un amendement à leur constitution suivant lequel :

« Aucune banque membre de cette Association
« (ni aucune banque non membre faisant sa com-
« pensation par l'entremise d'une banque mem-
« bre), ne pourra, directement, ou indirectement,
« faire un prêt pour le compte d'individus, de
« Sociétés ou d'Associations autres qu'une banque
« ou qu'un banquier ou qu'une Trust Company,
« lorsqu'il s'agira d'un prêt gagé, en tout ou
« partie, par des actions, des obligations, ou des
« acceptations ».

La mesure est mise en application le 15 novembre 1931. Le 18 les clients non banquiers n'ont plus sur le marché que 12 millions de dollars. Les statistiques hebdoma-

1. Statistique hebdomadaire de la Federal Reserve Bank.

daïres des banques membres reflétant ces changements sont les suivantes :

	11 nov. 1931	18 nov. 1931
Prêts pour leur propre compte	553.000.000	623.000.000
Prêts pour compte de banques hors N. Y.	116.000.000	140.000.000
Prêts pour compte de clients non ban- quiers	162.000.000	12.000.000
	831.000.000	775.000.000

On voit que le 11 novembre 1931, les sommes prêtées pour compte de clients non banquiers ne représentaient plus que 19 % du total des prêts. Cela explique l'aisance avec laquelle les banques membres ont pu reprendre « pour leur compte » les prêts de leurs clients. Le 18 novembre ceux-ci ne s'élevaient plus qu'à 1,5 % du total. Les avances des banques, au contraire, passaient à 80 %. Celles-ci ont repris sur le « Stock Exchange Money Market » la première place parmi les prêteurs. Leurs disponibilités propres deviennent ainsi, pour l'avenir, les principaux capitaux susceptibles de s'employer en emprunts sur titres sur le marché de New-York. Il sera sans doute plus facile, désormais, pour le Federal Reserve Board de réfréner, par son action sur le crédit des banques membres, une recrudescence éventuelle de la spéculation.

CHAPITRE V

LA POLITIQUE DE RESTRICTION DES PRETS

Quelques sénateurs des Etats agricoles comme Borah, Brookhart et la Folette ont dépeint, dans leurs discours en 1928 et 1929, New-York comme un lieu de perdition et d'inflation monétaire qui allait entraîner la ruine du pays. Quelques autres se sont faits les avocats du Stock Exchange et le professeur Lawrence, qui résume les opinions des adversaires dans son livre intitulé *Wall Street and Washington* publié en 1929, se montre le défenseur passionné de la spéculation.

Le terrain de lutte choisi par les adversaires est précisément celui qui a fait l'objet de cette étude : les « Stock Exchange loans » ou emprunts sur titres. L'on ne pouvait guère aux États-Unis, avant la panique boursière d'octobre 1929, lire un journal politique, ou entendre une conversation entre financiers, sans qu'il soit immé-

diatement question des prêts sur titres et de la politique du Gouvernement à leur égard.

La politique du crédit, dans l'esprit du Federal Reserve Board, devait essayer d'adapter, autant que possible, le volume du crédit au volume des transactions commerciales, de telle sorte que tout besoin légitime de crédit puisse trouver satisfaction. Mais il est excessivement difficile, pour ne pas dire impossible, aux Banques de Réserve Fédérale de déterminer le caractère légitime d'un besoin de crédit.

En effet, elles n'entrent en contact qu'avec leurs banques membres. Celles-ci ne font généralement appel aux avances ou au réescompte de leur Banque centrale que pour rétablir leur liquidité, résultat de leurs opérations antérieures. Ce recours au crédit intervient donc le plus souvent après coup.

Il est par suite impossible à une Banque de Réserve Fédérale de s'assurer de l'emploi qui sera fait de son crédit. Elle ne peut, par exemple, s'élever contre les prêts au « Stock Exchange » et encourager en même temps les prêts aux fermiers. La question de la bonne utilisation du crédit fédéral est plutôt affaire de doigté de la part des banques membres ou non-membres. On ne peut s'attendre à ce que l'établissement du système de Réserve ait remplacé, pour les Banques, la nécessité d'une saine administration.

Néanmoins les Banques de Réserve Fédérale ont essayé d'enrayer les abus.

Nous allons dans ce chapitre indiquer quels ont été les moyens politiques et financiers mis en œuvre par le Gouvernement américain dans sa lutte contre la spéculation et voir s'ils ont donné les résultats attendus.

A. MOYENS DE RESTRICTION PROPRES AUX
« FEDERAL RESERVE BANKS »

Les douze banques de Réserve Fédérale réparties sur le territoire des États-Unis emploient, en tant qu'organes de contrôle des prêts sur titres, quatre procédés destinés à agir sur le Money Market. Ce sont :

- 1° L'élévation ou l'abaissement du taux de l'escompte ;
- 2° Les achats et les ventes d'obligations ;
- 3° La publicité ;
- 4° La surveillance particulière de certaines banques ;

1° *L'élévation ou l'abaissement du taux de
l'escompte.*

On commet souvent aux États-Unis l'erreur de comparer la Federal Reserve aux grandes institutions d'émissions européennes : Reichsbank, Banque d'Angleterre, Banque de France, et l'on est surpris de s'apercevoir qu'une même mesure prise sur les deux continents, comme celle de l'élévation des taux d'escompte, ne produit pas d'un côté et de l'autre de l'océan, les mêmes effets. Il y a à cela plusieurs raisons.

Les grandes banques commerciales européennes ont généralement coutume de conserver, de leur plein gré

et par mesure de prudence, des réserves à l'institut d'émission. Mais elles n'y sont pas tenues par la loi. Aux États-Unis, au contraire, les banques membres du système fédéral doivent, non seulement posséder un certain capital et avoir souscrit aux actions de la Federal Reserve en proportion de ce capital, mais elles doivent constamment avoir des fonds en dépôt à la Banque Fédérale de Réserve de leur district¹.

Il y a une relation directe entre ces dépôts et le passif de chaque banque. D'autre part, M. Lawrence² a fait une étude intéressante, basée sur des données précises, dans laquelle il compare la puissance financière dans leur pays des grandes banques d'émission. Afin, par exemple, d'évaluer la puissance financière de la Bank of England par rapport à celle des autres banques de Grande-Bretagne, il fait la somme des effets escomptés et des dépôts à la Banque d'Angleterre et la compare au total de l'escompte et des dépôts existant dans toutes les autres banques du pays.

Il trouve ainsi approximativement les quatre proportions suivantes :

Pour les États-Unis (Federal Reserve), 1/13 ;

Pour l'Angleterre (Bank of England) 1/5 ;

Pour l'Allemagne (Reichsbank) 1/4 ;

Pour la France (Banque de France) 1/2.

Comment, dans ces conditions, parler d'un contrôle

1. Federal Reserve Bank Act.

2. Lawrence, *Wall Street and Washington*.

vraiment effectif de la Federal Reserve sur les opérations financières du pays, et comment espérer qu'une légère élévation du taux d'escompte puisse exercer une influence considérable sur le Money Market de New-York ?

On a calculé que, pendant la période de onze ans qui s'est écoulée de 1918 à 1928, une National Bank moyenne des États-Unis possédait un bilan où les dépenses nettes occasionnées par l'intérêt et l'escompte versés à la Federal Reserve Bank du district ne figuraient que pour 4,74 % des dépenses totales¹. En admettant même que le taux d'escompte de la Federal Reserve ait été pendant une année d'un pour cent supérieur au taux effectif, l'on voit que la National Bank aurait très bien pu supporter cet excédent de dépenses sans pour cela réduire nécessairement ses avances au Money-Market.

Par ailleurs, la pratique américaine veut que le taux de réescompte des Banques de Réserve Fédérale soit toujours inférieur au taux que les banques membres appliquent à l'escompte des effets commerciaux. Les bénéfices des banques seront donc d'autant plus grands que leur recours au réescompte sera plus fréquent. Comme en période de prospérité les banques font souvent appel au crédit des Federal Reserve Banks, le taux payé par l'emprunteur sur titres n'est donc pas beaucoup influencé par l'escompte fédéral.

Naturellement, pendant une période d'inflation de

1. W.-Randolph. Burgess, *The Reserve Banks and the Money Market*.

crédit entraînant elle-même une augmentation de prêts il serait dangereux pour une banque de compter uniquement sur une réalisation de bénéfices reposant sur une différence entre le taux d'intérêt payé par l'emprunteur et celui payé par la Banque à la Federal Reserve. Car le banquier doit se tenir à l'abri d'une crise provoquée par l'élévation brusque du taux d'escompte.

Pour conclure, l'efficacité d'une élévation du taux d'escompte pour lutter contre l'augmentation des prêts nous paraît, pour des raisons tenant au système bancaire américain, très exagérée. Certes, elle peut donner des résultats en période de dépression économique, mais c'est à ce moment-là qu'elle est le moins utile. Or, en 1928 et 1929, la prospérité générale des États-Unis a semblé grandir, les transactions sur le marché, reflet de cette prospérité, augmentaient, entraînant à leur tour l'augmentation du volume des prêts sur titres ; l'élévation du taux d'escompte n'a eu que peu d'influence sur le marché. Cela s'est vérifié au mois d'août 1929, au moment où le taux fut élevé à New-York de 4 1/2 à 5 1/2 % ; quelques jours après, l'indice des valeurs inscrites au Stock Exchange enregistra un nouveau record et les prêts augmentèrent de 200 millions de dollars¹.

2. *Les Achats et les Ventes d'Obligations.*

Afin de coordonner les achats et les ventes de titres opérés pour leur compte par les douze banques de Ré-

1. *Wall Street Journal*.

serve Fédérale, dans le but de restreindre ou d'augmenter à volonté le crédit du pays, on créa, au mois de mai 1922 « l'Open Market Committee ».

Si, par exemple, le comité voulait tenter de lutter contre la spéculation et, par suite, contre le développement des prêts, il ordonnait la vente d'obligations gouvernementales détenues dans les portefeuilles des Banques fédérales de district et ainsi une grande partie des ressources des banques de New-York se trouvaient aspirées. Ce comité ne fonctionna vraiment qu'à partir de 1923, année au cours de laquelle il fut réorganisé. Il comprend depuis cette date cinq membres désignés par les plus grandes banques fédérales et a pour président le Gouverneur de la Federal Reserve Bank de New-York. Pendant les années 1922 et 1923, le Gouvernement considéra que la hausse des actions et l'augmentation des prêts avaient été trop rapides ; aussi l'« Open Market Committee » fit-il vendre pour 600 millions de dollars d'obligations gouvernementales du jour au lendemain ce qui fit entrer dans les caisses des banques fédérales, une quantité énorme des ressources disponibles du public et des sociétés. Le résultat désiré fut momentanément atteint. Les emprunts n'augmentèrent pas et les prix des valeurs baissèrent. Dans les premiers mois de 1924 le Comité procéda au rachat de ces obligations.

On peut toutefois critiquer ce système qui pour être efficace doit de plus en plus se pratiquer sur une large

échelle. De 1923 à 1929, chaque année, la Federal Reserve détenait de moins en moins d'obligations et le crédit du pays augmentait sans cesse ; il était donc inévitable que les opérations financières du Comité se fissent de moins en moins sentir sur le Money Market.

3. *Publicité.*

Aucune banque européenne ne publie autant de notes, de bilans, de rapports et de statistiques que les Banques de Réserve Fédérale. Parmi ceux-ci, il faut citer :

Le bulletin hebdomadaire de la Federal Reserve ;
Les rapports mensuels des douze banques de district ;

Le rapport annuel du Federal Reserve Board.

Des extraits de ces rapports sont publiés dans tous les journaux américains ; ainsi le public est tenu au courant de la politique de la Federal Reserve à l'égard des emprunts sur titres et du marché financier en général.

4. — *La surveillance particulières de certaines banques.*

Ce rôle de surveillance est surtout l'œuvre de la Federal Reserve Bank de New-York qui possède un département spécial chargé d'étudier en détail la situation financière de chaque institution emprunteuse. Ces recherches ont pour base d'une part, les enquêtes conduites par les représentants des Etats et par les représentants fédé-

raux, d'autre part, les bilans des banques elles-mêmes. On établit ainsi une liste à New-York des sociétés qu'on pourrait qualifier presque « d'indésirables » et lorsqu'elles demandent du crédit leur situation est examinée de très près avant que celui-ci ne soit accordé.

On voit immédiatement l'inconvénient de toute cette organisation : lorsqu'elle fonctionne elle restreint le crédit général aux Etats-Unis. La Federal Reserve ne peut pas frapper uniquement les prêts sans porter atteinte, par la même mesure, à l'escompte et au crédit industriel, commercial et agricole du pays.

L'augmentation des réserves d'une banque membre du système fédéral suit immédiatement une augmentation de crédit et ne la précède pas. La Federal Reserve ne dit pas à une banque : « Je vous avance un million à condition que nous ne l'employiez pas en prêts sur titres » ; c'est le client de la banque, au contraire, qui, s'adressant à celle-ci, lui demande un crédit d'un million et ce n'est qu'une fois l'avance faite par la banque que celle-ci fera procéder au réajustage de ses réserves auprès de la Federal Reserve Bank de district chez laquelle elle ne maintient la plupart du temps en dépôt que le strict nécessaire.

Afin de jouer un rôle utile dans la restriction des prêts aux brokers, il faudrait que la Federal Reserve se fortiât et devînt une puissance financière comptant davantage dans le système bancaire américain. Il serait utile aussi que le contrôle qu'elle exerce fût moins général, moins vague qu'il ne l'est actuellement. Lorsque la

Federal Reserve fut créée en 1913 les emprunts sur titres n'absorbaient qu'une infime partie du crédit aux Etats-Unis ; d'où les défauts du système en tant qu'organe de contrôle des prêts.

L'on va voir les efforts faits par le Gouvernement et le Sénat pour remédier à cet état de choses en fortifiant le Federal Reserve Board.

Dans un précédent chapitre on a vu que le total des prêts avait augmenté de 1926 à 1929 plus rapidement que la valeur totale des actions inscrites au Stock Exchange ; il en est de même pour le crédit américain en général par rapport à la richesse du pays. D'après les statistiques, le crédit aux Etats-Unis augmentait annuellement jusqu'à 1929 d'environ 7% alors que l'augmentation du stock des produits d'une année à l'autre n'était que de 3%. Or, les prix sont établis, d'une part par la quantité de crédit, d'autre part par la somme des produits. Si le crédit augmente beaucoup plus rapidement que les produits nous avons de l'inflation. Reste à se demander dans quelle branche: Industrie, Commerce, Agriculture, Finance, cette inflation s'est le plus caractérisée.

Depuis l'année 1919 le marché financier et l'agriculture sont passés par deux cycles opposés. En 1919, ce furent les énormes crédits alloués à l'agriculture qui facilitèrent à l'excès l'écoulement des produits. Le résultat fut l'inflation des prix du blé, de l'orge, du maïs, l'indice général du coût de ces céréales passant de 100 à plus de 250. Pendant ce temps, sur le Money Market, il

y avait une absence presque complète d'emprunts sur titres. La réaction vint ensuite, et l'on assista à la réduction des crédits agricoles, aux faillites des banques de l'Ouest, à la baisse des prix et à l'augmentation considérable des prêts aux brokers que nous avons étudiée. Le crédit avait changé de mains ; de celles des fermiers il était passé dans celles des spéculateurs. Et nous croyons qu'en 1929, toutes choses étant égales d'ailleurs, le marché financier de New-York s'est trouvé dans la même situation que le marché agricole, dans les deux années qui ont suivi la guerre.

A défaut d'une force financière de premier ordre il manquait à la Federal Reserve une autorité morale sur le pays qui malheureusement lui fait encore défaut aujourd'hui.

B. — LE FEDERAL RESERVE BOARD

En 1927, le représentant de l'Etat d'Iowa au Congrès proposa, pour les banques, la création de réserves proportionnelles aux prêts sur titres consentis par celles-ci.

L'année suivante, le 17 janvier 1928, une résolution du sénateur la Folette déclancha un mouvement général contre les emprunts et le 9 février 1928, la commission des Finances du Sénat vota la résolution suivante :

« Le résultat de l'utilisation des fonds du système fédéral par les banques pour les prêts aux brokers et la spéculation ayant été la réduction de l'escompte du papier commercial de 925.379.000 dollars en octobre 1924 à

610.945.000 dollars en octobre 1925... le Sénat ... décide ... que le Federal Reserve Board doit agir immédiatement pour éviter l'augmentation des avances faites par les banques membres sur le marché ».

Il est curieux de rapprocher cette résolution d'une déclaration du Sénateur Owen, faite en 1913, l'année de la création de la Federal Reserve ... « On ne peut nier que l'effet de la création de la Federal Reserve sera de priver le marché de la plus grande partie des réserves du pays » ... M. Owen voulait dire par là « les ressources des « out of Town Banks »... et il ajoutait... « réserves qui sous ce système nouveau seront transférées à des banques contrôlées par le gouvernement » ... « cette réforme sera d'une importance capitale pour le pays, elle fera disparaître une des causes d'instabilité financière de notre régime actuel »...

Certes, de 1913 à 1929 l'indice des prix aux Etats-Unis avait augmenté d'environ 60 %, aussi aurait-il été naturel que les prêts sur titres aient augmenté d'une proportion semblable, mais le montant de ceux-ci dépassait en 1929 de sept ou huit fois celui d'avant guerre. Un des buts poursuivis par le Federal Reserve Board, n'a donc pas été atteint. On a souvent considéré comme une lacune et une faute de la loi de 1913, le fait d'avoir établi que les dépôts dans les Federal Reserve Banks ne seraient pas productifs d'intérêts. Et ceci, même lorsqu'il s'agit de la part des banques, de dépôts facultatifs en excédent de leurs dépôts obligatoires de réserve. On aurait ainsi

détourné des Banques de Réserve Fédérale tous les excédents de fonds du pays qui trouvaient dans les banques de New-York une rémunération avantageuse.

Mais on a fait remarquer par exemple, pour les chiffres de 1928, que pour rémunérer à 2 % les 2 milliards et demi de dollars alors en dépôt dans les Federal Reserve Banks il aurait fallu 50 millions de dollars. Or, après le paiement du bénéfice statutaire de 6 % sur le capital, les réserves et les versements obligatoires au Gouvernement, le surplus disponible des douze banques de Reserves s'est élevé à 2 millions et demi de dollars. En 1927, ce surplus ne fut même que de 250.000 dollars.

Si les banques de réserve devaient payer un intérêt sur les sommes qu'elles ont en dépôt, elle devraient les placer pour gagner leur intérêt. Les réserves, sur lesquelles repose tout le crédit du pays, cesseraient d'être des réserves pour devenir des placements. Ce serait donc excessivement dangereux. Et c'est pourquoi le législateur en 1913, n'a pas voulu que les banques de Reserve fussent organisées dans le but de faire des bénéfices.

Les pouvoirs du Fédéral Reserve Board, organe de direction du système Federal, ont été assez mal définis par la loi. C'est là une des causes principales de sa faiblesse. Voici, à titre d'exemple, le passage de la loi qui concerne les opérations de bourse destinées à restreindre ou à augmenter le crédit et par suite les prêts.

... « Une Federal Reserve Bank pourra en conformité des règles et prescriptions du Federal Reserve Board acheter et vendre des titres sur le marché »...

Comme l'a justement remarqué M. Miller¹ au cours des discussions devant le comité du Sénat ... « une règle et une prescription sont choses différentes du pouvoir d'approuver et d'ordonner ».

C'est surtout par les publications périodiques des montants des prêts que le Federal Reserve Board a pu exercer une influence sur le Money Market — Comme l'a fait remarquer M. Strong, cette publication a eu son effet d'abord quand elle fut annoncée, puis lorsqu'elle entra en vigueur. Auparavant la Federal Reserve Bank de New-York, de 1917 à 1922, recueillait les déclarations de ses banques membres et même, du mois de septembre 1918 au mois de novembre 1922, elle recevait des rapports faits par les brokers membres du Stock Exchange eux-mêmes. En 1922, lors de la naissance du différend entre le Stock Exchange et la Federal Reserve ces rapports furent abandonnés. Aussi dut-on avoir recours à une publicité générale, mais les chiffres ne comprennent jamais les emprunts contractés, pour compte de leur Maison de New-York, par les Agences des brokers dans les différentes villes et consentis directement par des banques de province. C'est donc un chiffre inférieur au chiffre réel que celui publié chaque semaine à New-York.

A la fin de l'année 1928, 17.316 banques aux Etats-Unis avaient des ressources totales s'élevant à 22.639

1. *Hearings before the committee on banking and currency.* — U.S. Senate.

millions de dollars sur lesquels la Federal Reserve n'exerçait aucun contrôle.

On oublie trop souvent qu'il n'y a pas que le marché de New-York où se contractent des prêts sur titres ; nous l'avons pris en exemple dans ce livre car c'est le plus important et le seul pour lequel on possède des données officielles et précises quant au volume des prêts, mais il existe plus de trente bourses aux Etats-Unis où, journellement, se contractent de tels emprunts ; si bien que M. Borah¹ a estimé à près de trente milliards de dollars, c'est-à-dire 750 milliards de francs, les sommes prêtées sur titres aux Etats-Unis, mais nous pensons que ce chiffre est très exagéré. Comme les actions remises en gage en province ne possèdent souvent pas la qualité de celles qui sont cotées à la Bourse de New-York, on voit la gravité du problème dont seuls semblaient en 1929 se soucier quelques sénateurs et le Federal Reserve Board.

1. U.S. Senate, *Hearings before the committee on banking and currency.*

CHAPITRE VI

L'UTILITE DES PRETS

Une question s'est souvent posée avant la panique de 1929. Pendant que le commerce et l'industrie semblaient avoir tellement besoin, pour se développer, de nouveaux capitaux comment se faisait-il que le Gouvernement américain laissait s'employer en « call loans » des sommes considérables pour le besoin de la spéculation ?

Voyons donc si les emprunts sur titres ont concurrencé sérieusement les prêts commerciaux.

Un banquier quelconque au risque de perdre sa clientèle de commerçants doit la servir d'abord avant de faire des avances au « Money Market ». Quel est en effet le commerçant d'une ville des Etats-Unis qui conserverait un compte dans une banque qui lui refuserait tout crédit sous prétexte de gros prêts consentis par cet établissement à New-York ? Ce que le banquier enverra à Wall Street, c'est toujours un surplus de disponibilités. C'est le

service « caisse » de la banque qui, après avoir reçu la situation de la banque telle qu'elle ressort des feuilles de la Chambre de Compensation, informera régulièrement la direction de l'excédent des fonds disponibles pouvant être employé en « call loans ».

On a reproché « au Money Market » de produire des fluctuations dans les taux d'intérêt commerciaux — Cette critique ne paraît pas justifiée — Evidemment, le marché de l'argent étant constitué principalement par un surplus de ressources sera d'autant plus sensible aux facteurs aptes à faire varier le crédit disponible du pays. Si, comme le dit M. Lawrence, le taux d'intérêt des prêts à vue est un baromètre du crédit, ce taux ne fait pas plus varier l'intérêt commercial que la colonne de mercure de Toricelli ne produit les tempêtes de l'océan.

Voici du reste pour les deux années 1928 et 1929 le taux mensuel d'intérêt du papier commercial (60-90 jours) et celui des prêts sur titres — On verra que les variations ne sont pas absolument identiques et que par conséquent celles du taux d'intérêt des prêts sur titres ne commande pas nécessairement celles du taux d'intérêt du papier commercial.

	PAPIER COMMERCIAL Rapport annuel du Federal Reserve Board	PRÊTS SUR TITRES Rapport de la Chambre de Compensation des prêts
1928		
Janvier	4, %	4,3 %
Février	4, %	4,4 %
Mars	4,1 / 8 %	4,5 %
Avril	4,3 / 8 %	5 %
Mai	4,1 / 2 %	5,7 %
Juin	4,7 / 8 %	6,2 %
Juillet	5,1 / 8 %	6 %
Août	5,3 / 8 %	6,7 %
Septembre	5,5 / 8 %	7,2 %
Octobre	5,1 / 2 %	7 %
Novembre	5,3 / 8 %	7,9 %
Décembre	5,3 / 8 %	9,3 %
1929		
Janvier	5,3 / 8 %	7,6 %
Février	5,1 / 2 %	7 %
Mars	5,7 / 8 %	9,3 %
Avril	6 %	9,4 %
Mai	6 %	8,6 %
Juin	6 %	7,7 %
Juillet	6 %	9,2 %
Août	6,1 / 8 %	8,4 %
Septembre	6,1 / 4 %	8,6 %
Octobre	6,1 / 4 %	6,3 %
Novembre	5,3 / 4 %	5,4 %
Décembre	5 %	5 %

De plus il convient de signaler que des facteurs n'ayant aucune influence sur le taux d'intérêt des prêts sur titres sont susceptibles de faire varier celui des prêts commerciaux.

Ainsi, par exemple, il existe aux Etats-Unis de grosses variations saisonnières qui feront fluctuer le taux d'intérêt du papier commercial. La nature du risque aura aussi son influence. De même les rapports entre banquiers et commerçants — Un des objets de la Federal Reserve a été d'essayer d'unifier ce taux d'intérêt commercial des

Etats-Unis, car les Etats diffèrent entre eux profondément tant économiquement que géographiquement. Elle n'y est parvenu que très imparfaitement. C'est ce qui explique les variations suivantes que nous avons relevées pour la moyenne calculée sur une période de trente jours (15 avril - 15 Mai 1922) du taux d'intérêt commercial dans les douze districts de la Federal Reserve¹.

Boston	4,3 / 4	%
New-York . .	5	%
Philadelphia .	5,1 / 2	%
Cleveland . . .	6	%
Richmond . . .	6	%
Atlanta	6	%
Chicago	5,1 / 2	%
Saint-Louis . .	5,1 / 2	%
Minneapolis . .	6	%
Kansas City . .	6	%
Dallas	6,1 / 4	%
El Paso	8	%
San Francisco	6	%

Enfin un dernier reproche adressé aux call loans a été relevé par M. Simmons² ancien président du Stock Exchange le 9 mai 1929 — Certains prétendaient qu'à la différence des prêts commerciaux, les emprunts sur titres ne procuraient aucun crédit à la circulation des produits et par conséquent était économiquement inutiles. M. Simmons a examiné les comptes de plusieurs banques américaines et y a trouvé un nombre considérable de prêts faits aux producteurs et même, depuis l'extension énorme des ventes à crédit, aux consommateurs.

1. Lincoln, *Applied Business Finance*.

2. Stock Market Loans, Discours prononcé par M. Simmons à Chicago le 9 mai 1929.

Ainsi donc, d'après nous, ce n'est qu'une influence très lointaine et assez difficile à déterminer que le « New-York call Money Market » exerce sur le crédit commercial américain.

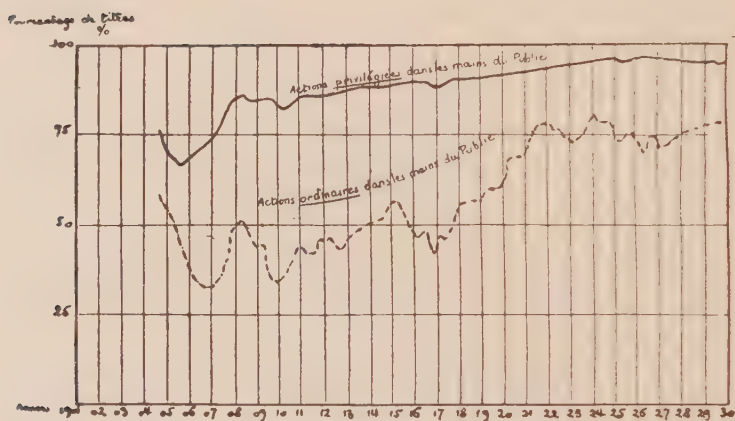
Par ailleurs, il ne faut pas croire que les emprunts sur titres ne servent uniquement qu'à alimenter la spéculation. Ils peuvent également être fort utiles aux grosses sociétés lors de leurs émissions nouvelles.

M. E. Meeker a publié dans la « *New-York Evening Post*¹ » une étude sur le placement d'actions de la plus grande société américaine la United States Steel Corporation. Cette entreprise depuis 1904 publie tous les trimestres (ses titres étant nominatifs) les pourcentages de ses actions ordinaires et privilégiées inscrites aux noms des brokers et des particuliers — Et sans qu'on puisse affirmer, d'une part que tous les titres entre les mains des membres du Stock Exchange représentent des actions achetées par des Syndicats et des particuliers spéculateurs grâce à des emprunts, et que, d'autre part, tous les certificats immatriculés aux noms de particuliers représentent une mise en portefeuille à peu près définitive, il est possible du moins de penser que c'est le cas le plus général.

Le tableau suivant que nous empruntons à l'étude de M. E. Meeker¹ montre la proportion croissante d'actions de préférence et d'actions ordinaires de la United States Steel Corporation placées dans les mains du public ou des salariés et employés de la Société au cours des 25 derniè-

1. New-York Evening Post (série d'articles parus en décembre 1928).

res années. La constitution de la United States Steel Corporation date de 1901.



Graphique n°5

(article de Mr. MEEKER supra).

On voit donc l'utilité des prêts puisqu'en 1906 et 1907 par exemple, 70% des actions ordinaires de la Société étaient entre les mains de syndicats et de spéculateurs alors que la société possédait son capital et commençait à fonctionner.

Plus encore qu'en France, la spéculation est aux Etats-

Unis un stage inévitable dans le placement des actions. Les emprunts sur titres permettent la souscription complète et rapide du capital social, assurent la transmission des actions des mains des syndicats dans celles des particuliers. Dans l'exemple donné de la United States Steel Corporation il s'est agi de placer près de deux milliards de dollars d'actions soit environ cinquante milliards de francs — Grâce aux prêts sur titres les fonds ont été rapidement trouvés.

Le « call loan market » permet de plus aux sociétés, à quelques jours par exemple d'une distribution de dividendes, d'employer leurs fonds disponibles à des taux d'intérêt souvent très rémunérateurs¹.

Il est intéressant de noter que pendant l'ère de prospérité économique dont ont joui les Etats-Unis de 1922 à 1929 les prix des matières premières ont fait preuve d'une stabilité relative. — Cela tient pour une grande part à ce que les prêts sur titres absorbent presque tout l'excédent du capital disponible du pays — On n'a pas assisté à cette spéculation sur les prix de gros que l'agriculture a souvent connue. Ceci est tellement vrai que pendant la période de crise de 1919-1920, alors que le « Money Market » n'employait qu'un milliard de dollars du surplus des capitaux américains, l'indice des prix de gros s'est élevé de 122 à 257². C'était la spéculation sur les prix

2. Ce procédé est suivi par E.I. du Pont de Nemours & Co, voir Bilans, 1929-1930.

1. *Commercial and Financial Chronicle*.

qui était l'unique cause de cette inflation. Le résultat de cet état de choses s'est vite fait sentir. En 1922 il y eut une brusque déflation dont l'agriculture souffrait encore au moment où commençait la crise de 1929.

CONCLUSION

Nous nous sommes efforcés de montrer, au cours des chapitres précédents, le rôle joué aux Etats-Unis par les emprunts sur titres. Nous venons de voir que leur développement ne s'est pas effectué au détriment des prêts commerciaux dont les taux n'ont pas subi de variations brusques et n'ont jamais été très tendus. Les « call loans » n'ont donc pas gêné les affaires dans leurs besoins de crédit ou, s'ils l'ont fait, ce n'est que dans une faible mesure et non sans compensation. En effet, ils ont donné, par ailleurs, à l'industrie et au commerce des possibilités de placement à court terme presque illimitées, leur permettant ainsi de faire fructifier au jour le jour leurs capitaux liquides. Ceux-ci, dans les grosses Compagnies américaines, sont souvent énormes. Il n'est pas rare qu'à la veille de lourdes échéances de salaires ou de coupons, ils atteignent plusieurs millions de dollars. Les emprunts sur titres offrent aux prêteurs les fortes garanties que nous savons. On peut dire avec M. Richard Whitney, Président

du Stock Exchange de New-York, que, même pendant la période de dépression mondiale que nous traversons, les « call loans » ont justifié leur réputation d'être un des plus sûrs, sinon le plus sûr placement aux Etats-Unis.

Ainsi, le « Stock Exchange Money Market », par sa sécurité, par l'ampleur et la souplesse de ses transactions a pu être considéré par les Sociétés comme une des branches les plus intéressantes du marché de l'argent. Il facilite leur trésorerie. C'est à ce titre qu'il nous paraît utile.

Enfin, les emprunts sur titres constituant, pour le spéculateur américain, le seul moyen de jouer sur l'avenir nous croyons à leur utilité dans la mesure même où le jeu à terme est défendable. On accuse périodiquement la spéculation d'être la cause pernicieuse de beaucoup de maux dont nous souffrons. Nous pensons que, dans l'évolution économique d'un pays, c'est prêter beaucoup de puissance à un seul élément. Aux Etats Unis, en tous cas, la baisse angoissante des valeurs depuis le début de la crise a été suffisamment justifiée par la marche des affaires. Pareillement, la hausse qui l'a précédée a été le résultat de l'enthousiasme vertigineux qui a saisi le pays. Elle a été facilitée, sans doute, par les emprunts sur titres mais ceux-ci n'en sont pas la cause. Ils ont rendu et rendent encore aux Américains d'inappréciables services.

Il est vain de chercher, par des enquêtes à localiser les responsabilités. On risque de trouver à la base du mal

la ferveur aveugle d'un pays qui a cru sans mesure au Crédit et au Progrès. Et le débat, s'élargissant hors des limites de cette étude, s'élève alors jusqu'à la philosophie.

Vu le Président de la Thèse

H. LEVY-ULLMANN.

Vu : le Doyen de la Faculté,

H. BARTÉLÉMY.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

S. CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE¹

OUVRAGES

- BURGESS (W.-R.). — *The Reserve Banks and the Money Market.*
GRIFFISS (B.). — *The New York Call Money Market.*
JONES. — *Collateral Securities.*
LAWRENCE. — *Wall Street and Washington.*
LINCOLN. — *Applied Business Finance.*
MEYER (Ch.-H.). — *The Law of Stock Brokers and Stock Exchanges.*
MEEKER (E.). — *Work of the Stock Exchange.*
MICHIE. — *Banks and Banking 1931.*
MORSE. — *Banks and Banking.*
PRATT (S.). — *The Work of Wall Street.*
PRATT (S.). — *Digest of Federal Banking Laws.*
WILLISTON. — *Contracts.*

RAPPORTS

- Federal Reporters.
New-York Court of Appeals Reports.
New-York Appellate Division Reports.
U.S. Supreme Court Reports.
California Reports.

1. Une grande partie des statistiques et de la documentation de cet ouvrage m'a été fournie par l'économiste distingué du Stock Exchange de New-York, M. E. Meeker, avec qui j'ai eu le plaisir de m'entretenir souvent au cours de deux séjours aux États-Unis. Je voudrais que M. Meeker trouvât ici une nouvelle expression de ma gratitude pour les renseignements si précieux que son bienveillant accueil m'a permis de recueillir au Stock Exchange de New-York.

Connecticut Reports.
Illinois Reports.
Kentucky Reports.
Louisiana Reports.
Massachusetts Reports.
New-Jersey Reports.
Ohio Reports.
Pennsylvania Reports.
American Telephone & Telegraph C^o Annual Reports.
E.I. Du Pont de Nemours C^o Annual Reports.
General Electric Company Annual Reports.
U.S. Steel Corporation Annual Reports.
New-York Federal Reserve Reports and Bulletins.
New-York Stock Exchange Statistical Digest.
Statistics of the New-York Stock Exchange, Statistical Department.
New-York Stock Exchange Annual Reports and Bulletins.
U.S. Bureau of Labor Statistics.
Hearings before Committee on Banking & Currency. House of Representatives.
Hearings before Committee on Banking & Currency. U.S. Senate.

PUBLICATIONS PÉRIODIQUES

Commercial and Financial Chronicle.
New-York Evening Post.
Stock Exchange Bulletin.
Wall Street Journal.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	1
--------------------	---

PREMIERE PARTIE

CARACTERES GENERAUX DES EMPRUNTS SUR TITRES A LA BOURSE DE NEW-YORK

Chap. I. <i>L'Emprunt sur titres à la Bourse de New-York. Sa raison d'être. Mécanisme de l'opération</i>	7
Chap. II. <i>Le taux de renouvellement. Facteurs qui influencent le taux d'intérêt</i>	19
Chap. III. <i>Garanties des prêteurs</i>	29
Chap. IV. <i>Les différents prêteurs</i>	43
Chap. V. <i>Fonctionnement du marché des emprunts sur titres</i>	53

II^e PARTIE

CARACTERES JURIDIQUES DES EMPRUNTS SUR TITRES

Chap. I. <i>Situation du « broker » vis-à-vis de son client</i>	65
Chap. II. <i>Sanctions contre la remise en gage des titres d'autrui.</i>	75
Chap. III. <i>Prêts d'un jour. Privilège du prêteur</i>	83
Chap. IV. <i>La législation du taux de l'intérêt</i>	91
Chap. V. <i>Les impôts sur l'intérêt des sommes prêtées.</i>	111

III^e PARTIE

HISTOIRE ECONOMIQUE DES PRETS SUR TITRES

Chap. I. <i>La création du « Federal Reserve System » et la guerre de 1914-1918</i>	119
Chap. II. <i>Hausse du taux de l'intérêt et du volume des prêts (1919-1929)</i>	129
Chap. III. <i>Baisse du taux de l'intérêt et du volume des prêts (1929-1932)</i>	137
Chap. IV. <i>Les prêteurs et l'évolution de la crise</i>	145
Chap. V. <i>La politique de restriction des prêts</i>	157
Chap. VI. <i>L'utilité des prêts</i>	173
CONCLUSION	181
BIBLIOGRAPHIE	185

